

# **LOV OM VERDIPAPIRHANDEL 29. juni 2007 NR. 75**

## **§ 4-2**

Kandidatnummer:

618

Leveringsfrist:

25.11.2007

Til sammen 15530 ord

25.11.2007

# Innholdsfortegnelse

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
<b>1.1</b>	<b>Tema og aktualitet</b>	<b>1</b>
<b>1.2</b>	<b>Avgrensninger og presiseringer</b>	<b>3</b>
<b><u>2</u></b>	<b><u>RETTSKILDER</u></b>	<b><u>4</u></b>
<b><u>3</u></b>	<b><u>NÆRMERE OM DEN RETTSLIGE REGULERINGEN AV FLAGGEPLIKTEN</u></b>	<b><u>6</u></b>
<b>3.1</b>	<b>Flaggepliktens virkeområde</b>	<b>6</b>
3.1.1	Hjemstats- og vertstatsbegrepet	7
<b>3.2</b>	<b>Finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten</b>	<b>9</b>
3.2.1	Aksjer	10
3.2.2	Rettigheter til aksjer	12
3.2.3	Stemmerettigheter som likestilles med aksjer og rettigheter til aksjer	21
<b>3.3</b>	<b>Beregningen av aksje- og stemmekapital</b>	<b>26</b>
<b>3.4</b>	<b>Transaksjoner som kan utløse flaggeplikt</b>	<b>28</b>
3.4.1	Erverv og avhendelse	29
3.4.2	Annen omstendighet	30
3.4.3	Innlån av aksjer	39
<b>3.5</b>	<b>Konsoliderte aksjeeiere</b>	<b>41</b>
3.5.1	Personlig nærstående	45
3.5.2	Konsolidering basert på konsernforhold	45
3.5.3	Konsolidering av selskapet og dets majoritetsaksjonær	47
3.5.4	Forpliktende aksjonærsamarbeid	48
3.5.5	Unntak fra konsolideringskravene	51
<b>3.6</b>	<b>Flagging ved repo-forretninger?</b>	<b>53</b>

<b>3.7</b>	<b>Forvalterregistrerte aksjer</b>	<b>54</b>
<b>3.8</b>	<b>Unntak fra flaggeplikten for visse beholdninger</b>	<b>55</b>
<b>3.9</b>	<b>Fristen for å inngi flaggemelding</b>	<b>57</b>
<b><u>4</u></b>	<b><u>OVERSIKT OVER RETTSKILDER</u></b>	<b><u>59</u></b>

---

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og aktualitet

Oppgavens formål er å gi en fremstilling og analyse av de mest sentrale problemstillinger vedrørende lov om verdipapirhandel (vphl.) av 29. juni 2007 nr. 75 § 4-2 om flaggeplikt, som trer i kraft 1. januar 2008. Bestemmelsen avløser lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 § 3-2, og er ment å gjennomføre EØS-regler tilsvarende direktiv 2004/109/EF av 15. desember 2004 (rapporteringsdirektivet). Etter vphl. § 4-2 inntretr flaggeplikt dersom aksjonærens andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, passerer eller faller under bestemte andeler av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet. Flaggemeldingen skal gis til utsteder (selskapet) og til Kredittilsynet eller den Kredittilsynet utpeker, jfr. annet ledd. Likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer regnes stemmerettigheter til aksjer, jfr. tredje ledd.

Det fremgår av forarbeidene at hovedhensynet bak regler om flagging er å gi markedet informasjon om vesentlige eierendringer i børsnoterte selskap, slik at investorer skal kunne fatte velfunderte investeringsbeslutninger.<sup>1</sup> Flaggemeldinger skal også øke den generelle gjennomsiktigheten i markedet når det gjelder større kapitalbevegelser. Videre kan flaggemeldinger være et hjelpemiddel i markedsovervåkningssaker ved at det faktiske tilsyn med aksjeutstedere forbedres.<sup>2</sup>

Flaggeplikten inngår i regelsettet om aksjonærers meldeplikt, jfr. vphl. kapittel 4. Det overordnede formål med meldepliktsregler er å tilfredsstille informasjonsbehovet i regulerte markeder. Flaggeplikten må systematisk skilles fra primærinnsideres meldeplikt,

---

<sup>1</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 308.

<sup>2</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 310.

jfr. vphl. § 4-1.<sup>3</sup> Primærinnsidere må melde fra om tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter som er utstedt av foretaket de er primærinnsidere av. Med primærinnsidere menes de som normalt får tilgang til innsideinformasjon i de respektive utstederforetak, jfr. vphl. § 4-1 jfr. § 3-6 (1). Formålet med primærinnsideres meldeplikt er at den skal være et preventivt tiltak for å motvirke misbruk av selskapsinformasjon til egen fordel, og følgelig bidra til åpne og ordnede forhold. Det er også tillagt betydelig vekt at informasjon om innsideres handel kan være kursrelevant.<sup>4</sup> Flaggeplikten og primærinnsideres meldeplikt er således to ulike meldeplikter som søker å tilfredsstille markedets behov for informasjon.

Vphl. § 4-2 medfører en rekke endringer i forhold til gjeldende rett. For det første innføres et skille mellom hjemstat og vertstat. Skillet innebærer at selskaper som ikke har Norge som hjemstat ikke kan pålegges strengere regler enn hva som følger av direktivet. For det andre kan andre omstendigheter enn erverv og avhendelse utløse flaggeplikt. Som annen omstendighet regnes blant annet selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen, jfr. forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876 § 4-3 bokstav f. En emisjon vil for eksempel kunne medføre at en aksjonær passivt passerer en eller flere flaggeterskler dersom vedkommende ikke aktivt foretar seg noe for å utligne endringen av stemmerettsfordelingen. For det tredje regnes stemmerettigheter til aksjer likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer.

Formålsbestemmelsen i vphl. § 1-1 viderefører gjeldende rett, og er retningsgivende for tolkingen av flaggebestemmelsen.<sup>5</sup> Formålet er å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, slik at verdipapirmarkedet fungerer tilfredsstillende som kapitalkilde for næringsliv og institusjoner.<sup>6</sup> Vphl. § 1-1 er i samsvar med formålet etter rapporteringsdirektivets forale punkt 1 hvor det fremgår at ”*efficient*,

---

<sup>3</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 315.

<sup>4</sup> Jfr. Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 44-45.

<sup>5</sup> NOU 1996:2, side 40.

<sup>6</sup> NOU 1996:2, side 39.

*transparent and integrated securities markets contribute to a genuine single market (...) and foster growth and job creation by better allocation of capital and by reducing costs”.* Informasjonsbehovet har sammenheng med ønsket om å foreta en tilnærmet riktig verdsettelse av de finansielle instrumentene. Dette sikres best ved lik og samtidig tilgang til informasjon.<sup>7</sup> I tillegg kan eierendringer påvirke aksjekursen.<sup>8</sup>

## 1.2 Avgrensninger og presiseringer

Grove eller gjentatte forsettlige eller uaktsomme overtredelser av vphl. § 4-2 eller forskrifter gitt i medhold av denne, kan straffes med bøter jfr. vphl. § 17-3 (3).

Kredittilsynet kan i tillegg ilegge overtredelsesgebyr ved forsettlig eller uaktsom overtredelse av § 4-2 eller forskrifter gitt i medhold av denne, jfr. § 17-4 (1). Jeg vil i oppgaven ikke behandle sanksjonene ved overtredelse.

Opplysningskravene til flaggemeldingen følger av vphl. § 4-3 og verdipapirforskriften § 4-1 (1) bokstavene a til i. Disse er konkret utformet og vil ikke bli behandlet nærmere.

Flaggeplikten gjelder for aksjer opptatt til handel på regulert marked, jfr. vphl. § 4-2 (1). Vphl. § 4-2 og forskriften gitt i medhold av denne gjelder tilsvarende for grunnfondsbevis, jfr. vphl. § 4-2 (8). Depotbevis til aksjer er ikke særskilt regulert i vphl. § 4-2. Det fremgår av forarbeidene at der Norge er hjemstat for utenlandske utstedere, vil flaggeplikten gjelde tilsvarende for innehavere av depotbevis til aksjer.<sup>9</sup> Fremstillingen av flaggeplikten er i denne oppgaven avgrenset til bare å gjelde aksjer, da reglene for grunnfondsbevis og depotbevis er tilnærmet sammenfallende med reglene for aksjer.

---

<sup>7</sup> Degré (1999), side 218.

<sup>8</sup> Verdipapirhandelloven (2002), side 221.

<sup>9</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 313.

## 2 Rettskilder

Flaggebestemmelsen er i stor grad en videreføring av gjeldende rett. For de deler av gjeldende rett som videreføres vil Ot.prp.nr.29 (1995-1996) og NOU 1996:2 ha vesentlig vekt. Begrunnelsen for videreføringene er at det er antatt at gjeldende rett i stor grad oppfyller de formål som rapporteringsdirektivet bygger på; å bedre investorenes trygghet, forbedre de europeiske kapitalmarkedenes effektivitet, åpenhet og integritet samt å tiltrekke investorer til det europeiske verdipapirmarkedet. Direktivets detaljgrad og mål om harmonisering i EU/EØS-området innebærer imidlertid en del endringer i forhold til gjeldende bestemmelse.<sup>10</sup>

Gjennom EØS-loven av 27. november 1992 nr. 109, har Norge forpliktet seg til hoveddelen av EØS-avtalen. Norge har i kraft av EØS-avtalen tilgang til EUs indre marked og en folkerettslig forpliktelse til å implementere EØS-regler tilsvarende EU-direktiver gjennom lov eller forskrift. Vphl. § 4-2 er ment å implementere rapporteringsdirektivet, som er et minimumsdirektiv. Det innebærer at vphl. § 4-2 ikke kan inneholde lempeligere regler enn det som følger av rapporteringsdirektivet.<sup>11</sup>

Rapporteringsdirektivet skal etter art. 9 og 12 til 14 utfylles gjennom rettsakter fastsatt av EU-kommisjonen (nivå-2 regler). Regelverksprosessen foretas gjennom en komitologiprosedyre der Kommisjonen får kompetanse til å fastsette nærmere regler gjennom kommisjonsdirektiver eller kommisjonsforordninger i samarbeid med komiteer der medlemsstatene er representert. Forholdet mellom rammedirektiv og utfyllende

---

<sup>10</sup> NOU 2006:3, side 15-16.

<sup>11</sup> NOU 2006:3, side 92.

rettsakter kan sammenlignes mellom lov og forskrift i norsk rett.<sup>12</sup> Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF av 8. mars 2007 har utfyllende rettsakter om flagging og er ment å være gjennomført ved verdipapirforskriften.

Det er kun avsagt én høyesterettsdom vedrørende gjeldende flaggebestemmelse. Dommen er inntatt i Rt. 2002 side 1312 og gjaldt bruken av foretaksstraff ved unnlatt flagging. Årsaken til at få saker ender opp i domstolssystemet er at det vanligvis gis en advarsel til den flaggepliktige ved moderate overtredelser. Ved gjentatte og grove overtredelser ilegges bøter.

Med hjemmel i børsloven § 41 har finansdepartementet oppnevnt Børsklagenemnden som klageinstans for vedtak som er fattet av børsstyret og børsrådet etter børsloven. Børsklagenemndens praksis vil ha relevans og vekt som forvaltningspraksis. Børsens praksis og regler vil også være relevante rettskildefaktorer ved tolkingen av flaggebestemmelsen.

---

<sup>12</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005), side 9.



### **3 Nærmere om den rettslige reguleringen av flaggeplikten**

#### **3.1 Flaggepliktens virkeområde**

Flaggepliktens virkeområde fremgår av vphl. § 4-2 (1), som er for aksjer opptatt til handel på regulert marked i en utsteder med Norge som hjemstat. For utstedere som har Norge som vertstat gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder flaggeplikt. Vphl. § 5-4 (2) og (5) antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 2 nr. 1 bokstavene i og j, som definerer skillet mellom hjemstat og vertstat.<sup>13</sup> Det sentrale trekk ved dette skillet er at en hjemstat i sin lovgivning kan pålegge utstedere og aksjonærer strengere krav enn det som følger av direktivet. I denne forstand stiller rapporteringsdirektivet krav til hjemstaten om å implementere direktivet som et minimum i intern rett. En vertstat kan derimot ikke stille strengere krav enn direktivet. For vertstaten er det med andre ord krav om full harmonisering.<sup>14</sup>

Flaggeplikten må avgrenses mot aksjer som ikke er opptatt til handel på regulert marked. Etter vphl. § 3-2 (3) er regulert marked foretak som nevnt i lov om regulerte markeder (børsloven) av 29. juni 2007 nr. 74 § 3 (1). Det følger av sistnevnte bestemmelse at som regulert marked menes ”foretak med tillatelse [fra departementet] som beslutter opptak til handel av finansielle instrumenter på markedet, og som organiserer eller driver et multilateralt system som legger til rette for regelmessig omsetning av noterte instrumenter”. Regulerte markeder er med andre ord markedsplasser for omsetning av finansielle instrumenter, og omfatter både børser og autoriserte markedsplasser.<sup>15</sup> Det er i dag kun Oslo Børs som er gitt konsesjon som verdipapirbørs. I tillegg er det gitt konsesjon

---

<sup>13</sup> NOU 2006:3, side 193.

<sup>14</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 283-284 og 288.

<sup>15</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 180-181.

til Oslo Axess som en autorisert markedsplass for omsettelige verdipapirer. Det er vedtatt i forskriften om autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer 20. desember 2006 nr. 1561 § 3, at flaggeplikt etter gjeldende vphl. § 3-2 skal gjelde tilsvarende for omsettelige verdipapirer notert på autorisert markedsplass. Aksjer utstedt av aksjeselskaper faller således utenfor bestemmelsens anvendelsesområde, selv om aksjene kan være gjenstand for offentlig omsetning.<sup>16</sup>

### 3.1.1 Hjemstats- og vertstatsbegrepet

Det antas at vphl. § 4-2 gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 19 som bygger på prinsippet om hjemstatstilsyn innenfor EØS for utstedere med finansielle instrumenter notert på regulert marked.<sup>17</sup> Prinsippet innebærer for det første at norske myndigheter kun plikter å føre tilsyn med hensyn til flaggingsplikten overfor utstedere som har Norge som hjemstat, jfr. art. 19 nr. 3.<sup>18</sup> For det andre skal norske myndigheter ikke føre kontroll med aksjonærenes overholdelse eller overtredelse av flaggeplikten i de tilfeller hvor Norge er vertstat. I praksis må den flaggepliktige undersøke hvilken hjemstat utstederselskap tilhører, herunder dens kompetente myndighet for offentliggjørelse av flaggemeldinger. Skillet mellom hjemstats- og vertstatsregulering innebærer en endring av gjeldende rett, hvor virkeområdet for flaggeplikten er aksjer notert på norsk børs.

Det fremgår av vphl. § 4-2 (1) at Norge skal anses som hjemstat for utstedere som nevnt i § 5-4 annet til fjerde ledd. Sistnevnte bestemmelse regulerer virkeområdet for periodisk informasjonsplikt. Etter annet ledd er Norge hjemstat for utsteder fra EØS som har forretningskontor i Norge dersom utsteder har utstedt aksjer eller gjeldsinstrumenter hvis

---

<sup>16</sup> Degré (1999), side 220.

<sup>17</sup> NOU 2006:3, side 16.

<sup>18</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 315-316.

pålydende verdi per enhet er mindre enn 1000 euro eller tilsvarende verdi i annen valuta. Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 2 bokstav i (i).

Norge kan være hjemstat for utsteder fra land utenfor EØS, jfr. tredje ledd. Bestemmelsen antas å være i overensstemmelse med rapporteringsdirektivet art. 2 (1) bokstav i (i). Kravet er at selskapet er forpliktet til minst årlig å utarbeide en oversikt over all informasjon selskapet på bakgrunn av rettslige forpliktelser har gjort tilgjengelig for allmennheten de siste 12 måneder, jfr. § 5-11 (1). Det skal henvises til hvor informasjonen er tilgjengelig. Oversikten skal sendes til Kredittilsynet etter at årsregnskapet er offentliggjort, og offentliggjøres etter nærmere regler fastsatt i verdipapirforskriften kapittel 7.

Utstedere med registrert hjemland utenfor EØS er unntatt fra rapporteringsplikten, jfr. verdipapirforskriften § 5-7. Bestemmelsen må ses i sammenheng med rapporteringsdirektivet art. 23 (1) hvor unntaket betinges av at det respektive selskaps registrerte hjemstat har likeverdige eller tilsvarende krav til rapportering. Forskriften antas å gjennomføre kommisjonsdirektivet art. 13 til 18 hvor det er gitt utfyllende regler med hensyn til hva som er likeverdige regler. Av hensyn til oppgavens omfang, går det ikke nærmere inn på unntakene i forskriften.

Anvendelsesområdet etter vphl. § 4-2 er avgrenset mot utstedere som har Norge som vertstat, jfr. vphl. § 4-2 (1) (2). Det fremgår av ordlyden at der Norge er vertstat for en utsteder, gjelder hjemstatens lovgivning for så vidt gjelder flaggeplikt, jfr. vphl. § 5-4 (5). En slik forståelse kan også støttes i forarbeidene der det legges til grunn at hvor Norge er vertstat for en utsteder gjelder hjemstatens regler om flaggeplikt.<sup>19</sup> Begrunnelsen for reguleringen er at utstedere av omsettelige verdipapirer tilhørende EØS vil ha en EØS-stat som hjemstat, og derved ha en kompetent hjemstatsmyndighet å forholde seg til samt en bakenforliggende hjemstatsregulering.

---

<sup>19</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 316.

Norge er vertstat for utsteder med annet EØS-land som hjemstat dersom omsettelige verdipapirer er opptatt til handel på norsk regulert marked, jfr. vphl. § 5-4 (5). Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 2 nr. 1 bokstav j. Det fremgår at vertstaten er enhver annen medlemsstat enn hjemstaten hvor verdipapirene er opptatt til handel på regulert marked. Følgelig vil aksjonærer som erverver eller avhender aksjer eller rettigheter til aksjer i selskaper med Norge som vertstat, ikke flagge etter vphl. § 4-2, men etter utstederselskapets hjemstatslovgivning. Skillet mellom hjemstat og vertstat kan få betydning med hensyn til tidspunktet for inngivelse av flaggemelding. Dette omtales i kapittel 3.9.

### 3.2 Finansielle instrumenter som omfattes av flaggeplikten

Det fremgår av vphl. § 4-2 (2) at aksjer og/eller rettigheter til aksjer er gjenstand for flagging. I tillegg skal stemmerettigheter til aksjer regnes likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (3). At stemmerettigheter til aksjer skal flagges, innebærer en endring av gjeldende rett. Finansielle instrumenter er en samlebetegnelse og omfatter blant annet aksjer, rettigheter til aksjer og derivater, jfr. vphl. § 2-2. Det må presiseres at stemmerettigheter ikke er et finansielt instrument, men skal likevel flagges på lik linje med finansielle instrumenter.

Flaggeplikten betinges av at den samlede andel av aksjer og/eller rettigheter når opp til, passerer eller faller under 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 1/3, 50 %, 2/3 og 90 % av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene, jfr. § 4-2 (2). Flaggetersklene gjenspeiler andre investorers behov for varsling av større endringer på eiersiden, i tillegg til strategiske nivåer for innflytelse i selskapet.<sup>20</sup> Tersklene på 15 % og 20 % er nye i forhold til gjeldende rett. Etter rapporteringsdirektivet art. 9 (3) kan det unnlates å anvende flaggeterskler på 30 % og 75 % til fordel for 1/3 og 2/3. Differansen mellom tersklene kan

---

<sup>20</sup> Degré (1999), side 235.

gjøre utslag ved beregningen av andel av aksjekapital eller andel av stemmene i selskapet for utstederselskaper som har Norge som vertstat.

Stemmerettigheter etter vphl. § 4-2 (3) skal også inngå i beregningen som tilsvarende andel av stemmene. Det er aksjonærens aggregerte beholdning som er utgangspunktet for beregningen. Det vil si at det skal flagges selvstendig både for aksjebeholdningen, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter til aksjer, eventuelt for aksjebeholdningen tillagt rettighetene og stemmerettighetene.

### 3.2.1 Aksjer

Det fremgår av vphl. § 4-2 (1) at flaggeplikt gjelder for ”aksjer opptatt til handel” på regulert marked. En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at aksjene må være notert på et regulert marked. Følgelig vil overdragelser av aksjer fra unoterte selskaper falle utenfor flaggeplikt. Grensetilfeller er overdragelser av aksjer tilhørende selskaper som er i en formell søknadsprosess for notering av selskapet på børs, eller som har fått innvilget søknad, men som ennå ikke er gjenstand for notering. Ettersom ordlyden stiller krav til at aksjene må være opptatt til handel, synes nevnte tilfeller ikke å være omfattet av flaggeplikten. Dette støttes i juridisk teori.<sup>21</sup>

Det går frem av børsloven § 25 at aksjer kan suspenderes eller strykes dersom utsteder ikke lenger tilfredsstiller det regulerte markedes vilkår eller regler, eller særlige grunner for øvrig tilsier det. Suspensjonsvedtaket kan ikke påklages, jfr. børsforskriften § 29. I forhold til kravet om at aksjene må være opptatt til handel, er spørsmålet hvorvidt flaggeplikten omfatter aksjer som er strøket eller suspendert.

---

<sup>21</sup> Jfr. Degré (1999), side 220.

I tilfeller hvor et selskap blir strøket fra børslisten, vil også selskapet aksjer ikke lenger kunne omsettes på markedet. Vilåret for flaggeplikt er at aksjene skal være opptatt til handel. Etter ordlyden synes det ikke å være rettslig grunnlag for å pålegge flaggeplikt for overdragelser av strøkede aksjer. Hensynene som begrunner flaggeplikten taler heller ikke for at det skal flagges i dette tilfellet.

Ved suspensjon av aksjer vil selskapets verdipapirer suspenderes for kursnotering og handel. Årsaken til suspensjon kan være betydelig usikkerhet knyttet til prisingen av instrumentet, særlig hvor kurssensitive forhold vedrørende utsteder venter på en avklaring, for eksempel ved en fusjons- eller oppkjøpsprosess.<sup>22</sup> Verdipapirene er tatt ut av handels- og kursnoteringssystemet og det distribueres ikke kurser eller formidles handler over børs så lenge suspensjonen vedvarer. Suspensjonen medfører imidlertid ikke et generelt forbud for investorer mot å handle med de suspenderte verdipapirene.<sup>23</sup> Hensynet til gjennomsiktighet i markedet og andre aksjonærs investeringsbeslutninger taler for at det skal flagges. Det må derfor kunne legges til grunn at flaggeplikten inntreffer for overdragelser av suspenderte aksjer.

Ettersom kravet er at aksjene må være opptatt til handel, er spørsmålet hvorvidt flaggeplikten omfatter unoterte aksjeklasser. Det går frem av børsforskriften § 5 at søknad om børsnotering skal gjelde samtlige utstedte aksjer i samme aksjeklasse, det vil si at et selskap kan ha aksjeklasser som er unntatt fra børsnotering. Ettersom kravet er at aksjene må være opptatt til handel, synes unoterte aksjeklasser etter ordlyden å falle utenfor bestemmelsens virkeområde. I teorien legges det derimot til grunn at ordlyden ikke inneholder et kvalifisert krav til å bare gjelde noterte aksjer.<sup>24</sup> Formålet med flaggeplikten kan tale for at overdragelser av aksjer fra unoterte aksjeklasser skal flagges. En aksjonær kan for eksempel posisjonere seg ved å kjøpe opp aksjer fra den unoterte aksjeklassen i forkant av et mulig oppkjøp. Hensynet til de øvrige aksjonærene om større endringer på

---

<sup>22</sup> Bergo (2004), side 142.

<sup>23</sup> Bergo (2004), side 142.

<sup>24</sup> Degré (1999), side 222.

eiersiden taler også for at disse aksjeklassene skal flagges. I alle tilfeller beregnes en aksjonærs innflytelse i selskapet etter aksje- og stemmekapitalen. Aksjer fra en unotert aksjeklasse som investoren er i besittelse av, inngår i den totale beregningen av vedkommendes andel av aksjer, rettigheter til aksjer samt stemmerettigheter til aksjer. Sett hen til formålet med flaggeplikten, gir det best sammenheng i regelverket at også aksjer fra unoterte aksjeklasser er flaggepliktige.

Gjeldende rett videreføres med hensyn til flagging av terminer.<sup>25</sup> Terminkontrakter er en avtale om kjøp og salg av verdipapirer, på et nærmere bestemt tidspunkt i fremtiden til en pris som bestemmes på avtaletidspunktet. Kjøperen har risikoen for om aksjen synker eller stiger i verdi mellom avtaletidspunktet og overtakelsestidspunktet.<sup>26</sup> Aksjeterminer skal flagges som henholdsvis erverv og avhendelse ved inngåelsen av terminavtalen. Det påløper ikke flaggeplikt ved utøvelsen av terminen, det vil si på det tidspunkt levering foretas i henhold til avtalen.<sup>27</sup>

### 3.2.2 Rettigheter til aksjer

Flaggeplikten omfatter både erverv og avhendelse av rettigheter til aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (2). Det forhold at avhendelse av rettigheter til aksjer er omfattet av flaggeplikten, endrer gjeldende rett. Bestemmelsen innebærer at innehav av rettigheter til aksjer er likestilt med aksjeinnehav. Med rettigheter til aksjer menes lån som nevnt i aksjeloven og allmennaksjeloven §§ 11-1, tegningsretter, opsjoner på kjøp av aksjer og tilsvarende rettigheter, jfr. § 4-2 (5). Bestemmelsen er en videreføring av gjeldende § 3-2 (3). Felles for

---

<sup>25</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 313.

<sup>26</sup> Jusleksikon (2003), side 291.

<sup>27</sup> Jfr. Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 58-59.

rettighetene er at de har aksjer som underliggende finansielle instrument. For øvrig er det uten betydning hvorvidt rettigheten til aksjen er opptatt til handel på regulert marked.<sup>28</sup>

Bakgrunnen for at rettigheter til aksjer omfattes, er at børsen og markedet skal informeres om den reelle interesse og mulige innflytelse større aksjonærer har i selskapet.<sup>29</sup> I tillegg er sannsynligheten høy for at flaggeplikten ville ha blitt omgått dersom rettigheter til aksjer ikke var omfattet av flaggeplikten. Investorer kan derfor ikke legge seg tett opp til flaggegrensene og samtidig erverve kjøpsopsjoner for å sikre seg kontroll, uten å måtte flagge.<sup>30</sup> I motsatt fall ville kravet til gjennomsiktighet ikke vært tilfredsstillende, ettersom markedet ikke ville fått informasjon om vedkommende aksjonærs reelle interesse og mulige innflytelse i selskapet før vedkommende benyttet kjøpsrettene og oppnådde høyere eierandel enn grensen for flaggeplikt. Samtidig kan de øvrige aksjonærer gå glipp av en eventuell kursstigning som følge av rettighetshaverens interesse for selskapet.<sup>31</sup>

Det følger av rapporteringsdirektivet art. 13 nr. 1 jfr. art. 9, at flaggeplikten omfatter finansielle instrumenter som direkte eller indirekte besittes av en fysisk eller juridisk person. Det finansielle instrumentet må, utelukkende på innehavers eget initiativ og i henhold til formell avtale, gi erververen rett til å erverve allerede utstedte aksjer med stemmerett som er opptatt til handel på et regulert marked. Ettersom flaggeplikten etter direktivet bare omfatter rettigheter til allerede utstedte aksjer, faller konvertible obligasjoner, tegningsretter og tilsvarende rettigheter utenfor direktivets anvendelsesområde.<sup>32</sup> Følgelig stilles det strengere krav til flaggeplikt etter norsk rett enn etter rapporteringsdirektivet. I forarbeidene synes begrunnelsen dels å være at lovgiver i kraft av hjemstatskompetanse kan pålegge strengere regler for selskaper som har Norge

---

<sup>28</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 313 og Innst.O.83 (1996-1997), punkt 7.2.1.

<sup>29</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 58.

<sup>30</sup> Bergo (2004), side 270.

<sup>31</sup> Degré (1999,) side 222.

<sup>32</sup> Jfr. NOU 2006:3, side 210.



som hjemstat. Dels synes begrunnelsen å være ønsket om å videreføre gjeldende rett, i tillegg til at andre nordiske land har en tilsvarende bestemmelse.<sup>33</sup>

Etter vphl. § 4-2 stilles det ikke uttrykkelig krav om at rettigheter til aksjer må ha grunnlag i en formell avtale, sml. rapporteringsdirektivet art. 13 (1). Det synes etter ordlyden i vphl. § 4-2 tilstrekkelig at det foreligger en avtale som i realiteten gir vedkommende en rett til å erverve rettigheter til aksjer, uavhengig av om dette har grunnlag i en formell avtale eller ikke. I motsatt tilfelle ville hensynet til flaggebestemmelsen ikke vært i varetatt. Det må derfor kunne legges til grunn at rettigheter til aksjer som ikke har grunnlag i formell avtale like fremt skal flagges etter norsk rett. Et grunnleggende krav må imidlertid være at det må foreligge en bindende forpliktelse for den annen part. Så lenge det ikke foreligger avtalerettslig bindende tilbud eller aksept, utløses ikke flaggeplikt. Eksempler på avtaler som ikke er avtalerettslig bindende er intensjonsavtaler og forhandlinger. Dette støttes i juridisk teori.<sup>34</sup>

Etter bestemmelsen er ”rettigheter til aksjer” gjenstand for flagging. Det presiseres ikke hvorvidt rettigheten er betinget eller ubetinget. Ut i fra en alminnelig språklig tolking omfattes både betingede og ubetingede rettigheter. Det har imidlertid kommet til uttrykk i forarbeidene usikkerhet med hensyn til flagging av betingede rettigheter.<sup>35</sup> Spørsmålet er etter dette om betingede rettigheter til aksjer er omfattet av flaggeplikten.

En betinget rett til aksjer er for eksempel forhåndsaksepter betinget av oppkjøpstilbud.<sup>36</sup> Det er på det rene at løpende aksepter av tilbudet skal flagges. Spørsmålet er om flaggeplikten omfatter aksepter mottatt under tilbud som er gjort betinget, for eksempel at ervervet gis konsesjon eller at det oppnås en viss akseptgrad.<sup>37</sup> Oslo Børs har antatt at

---

<sup>33</sup> Jfr. NOU 2006:3, side 210.

<sup>34</sup> Degré (1999), s. 223.

<sup>35</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 309.

<sup>36</sup> Degré (1999), side 224.

<sup>37</sup> Oslo børs, vedtak og uttalelser 2001, side 115.

dersom forbeholdet etter tilbudsdokumentet ensidig kan frafalles av tilbyder er det rimelig klart at flaggeplikten gjelder og har i praksis anbefalt at det skal flagges i disse tilfellene.<sup>38</sup> Dersom forbeholdet ikke ensidig kan frafalles er spørsmålet mer usikkert. På den andre siden vil en regel om at betingede oppkjøpstilbud ikke skal flagges, harmonisere med regelen om at tilbudsplikt ikke vil inntre før betingelsene oppfylles.<sup>39</sup>

Ved vurderingen av hvorvidt betingede rettigheter skal flagges, kan det tas i betraktning hvor sikkert eller usikkert det er at den vil inntreffe, herunder om betingelsen er reell. Dersom det er tilnærmet sikkert at den vil inntreffe, taler hensynet til gjennomsiktighet for at rettigheten skal flagges. En lignende vurdering går frem av Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2004 side 151, hvor det går frem at ”man normalt må foreta en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle om det foreligger noen realitet i betingelsen. Dersom retten er betinget av en reell ”hindring” utenfor rettighetshaverens kontroll, taler mye for at det først er når betingelsen faller bort at flaggeplikten for rettigheten inntreffer”. Dette er imidlertid kun en uttalelse fra Oslo Børs, og kan ikke tillegges avgjørende vekt.

Et moment er hvordan aktørene på markedet har innrettet seg etter uttalelsen. Forutsatt at det er en etablert praksis for at betingede rettigheter til aksjer flagges dersom hindringen ikke er reell, må det kunne legges til grunn at disse skal flagges. Under enhver omstendighet må det normalt foretas en konkret helhetsvurdering, hvor hensynet til forutberegnelighet for den flaggepliktige må tas i betraktning.

### 3.2.2.1 Konvertible lån

Det fremgår av allmennaksjeloven av 13. juni 1997 nr. 45 (asal.) § 11-1 at et allmennaksjeselskap ved avtale om lån kan gi fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer

---

<sup>38</sup> Oslo børs, vedtak og uttalelser 2001, side 115.

<sup>39</sup> Verdipapirhandelloven (2002), side 256.

mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning, det vil si konvertible lån.<sup>40</sup> Et vilkår er at det skal foreligge ”avtale om lån”, jfr. asal. § 11-1. Fastleggingen av avtalens nærmere innhold synes å bero på en tolkning av den underliggende avtale mellom fordringshaveren og selskapet. Det må derfor tas utgangspunkt i de alminnelige tolkningsprinsipper på avtalerettens område.<sup>41</sup>

Når det gjelder kravet til at det skal foreligge en avtale om lån, går det ikke frem av ordlyden noen form for beløpsmessig begrensning i forhold til lånets størrelse. Det er i forarbeidene ikke nærmere redegjort for hvorvidt det skal innfortolkes en slik begrensning. I teorien er det imidlertid antatt at lånet må være av en viss størrelse for at det skal foreligge et reelt lån til selskapet.<sup>42</sup> Denne tolkingen synes ikke å være i strid med ordlyden, ettersom kravet er at det skal foreligge en avtale om lån. Lånet må i alle tilfeller være av en viss størrelse for at det skal være reelt.

For allmennaksjeselskap gjelder ikke begrensningen om at retten til å kreve utstedt aksjer ikke kan skilles fra fordringen, jfr. asal. § 11-1 (2). Begrensningen har betydning for retten til å kreve aksjer utstedt mot innskudd og går ut på at lånefordringen og tegningsretten bare kan være gjenstand for rettstiftelser samlet. Det er opp til allmennaksjeselskapet om lånefordringen og tegningsretten skal skilles fra hverandre. En atskillelse medfører at innfrielse eller annen form for opphør av lånefordringen ikke medfører bortfall av tegningsretten.<sup>43</sup> Det er således tegningsretten, ikke fordringen, som er omfattet av flaggeplikten.<sup>44</sup>

Beslutningen om opptak av konvertible lån foretas av generalforsamlingen med flertall som for vedtektsendring, jfr. asal § 11-2 (1) (1). Det antas at flaggingsplikt foreligger ved

---

<sup>40</sup> NOU 2006:3, side 36 og Ot.prp.nr.36 (1993-1994), side 111.

<sup>41</sup> Frostating lagmannsrett 12. august 2002.

<sup>42</sup> Andenæs (2006), side 543.

<sup>43</sup> Andenæs (2006), side 544.

<sup>44</sup> Degré (1999), side 223.

generalforsamlingsbeslutningen, ettersom det er på dette tidspunkt avtalen om det konvertible lånet faktisk inngås. Dersom en aksjonær tegner seg i et konvertibelt lån, vil således tegningen medføre flaggeplikt ettersom det er et erverv av rettigheter til aksjer. Dersom aksjonæren utøver rettigheten ved å konvertere lånet til aksjekapital, skal utøvelsen av rettigheten flagges.<sup>45</sup>

### 3.2.2.2 Tegningsretter

Som rettigheter til aksjer regnes ”tegningsretter”, jfr. vphl. § 4-2 (5). Verken bestemmelsen eller forarbeidene presiserer hvilke tegningsretter som omfattes. Det er imidlertid lagt til grunn i forarbeidene at gjeldende rett videreføres.<sup>46</sup> Forarbeidene til gjeldende flaggebestemmelse må derfor tillegges vekt.<sup>47</sup> Det er antatt at flaggeplikt ved erverv av tegningsretter inntreffer når det erverves tegningsretter utover det den enkelte aksjonær mottar som følge av den ordinære fortrinnsrett ved kapitalforhøyelser, ettersom det er først da den relative fordelingen mellom aksjonærene endres.<sup>48</sup>

Allmennaksjelovens bestemmelser om tegningsretter kommer etter dette til anvendelse. Felles for tegningsrettene er retten til å kreve utstedt nye aksjer mot innskudd.<sup>49</sup> Tegningsrettsaksjer knytter tegningsretten til aksjen.<sup>50</sup> Det er for øvrig ikke adgang til å knytte tegningsretten til allerede utstedte aksjer.<sup>51</sup> Aksjer tegnet i forbindelse med en kapitalforhøyelse skal, dersom generalforsamlingen vedtar det med flertall som for vedtektsendring, gi aksjetegneren rett til senere å kreve utstedt én eller flere nye aksjer mot

---

<sup>45</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 308.

<sup>46</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>47</sup> NOU 1996:2 kapittel 7 og Ot.prp.nr.29 (1996-1997), kapittel 7.

<sup>48</sup> NOU 1996:2, side 89.

<sup>49</sup> NOU 2006:3, side 36. Matre, notene 1796, 1871 og 1888. [Lesedato: 9.10.2007.]

<sup>50</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 36.

<sup>51</sup> Matre, note 1873. [Lesedato: 22.11.2007.]

innskudd, jfr. asal. § 11-10 (1) (1). En kapitalforhøyelse vil kunne endre andre aksjonærers eierforhold og således medføre at andre aksjonærer ved passiv passering pålegges flaggeplikt dersom disse ikke tegner seg for nye aksjer.

Tegningsretter kan også være frittstående, som gir rettighetshaveren rett til å kreve utstedt én eller flere nye aksjer i selskapet, jfr. asal. § 11-12. Frittstående tegningsretter skal, dersom generalforsamlingen fatter vedtak med flertall som for vedtektsendring, gi rettighetshaveren rett til senere å kreve utstedt en eller flere nye aksjer i selskapet, jfr. asal. § 11-12 (1) (1).

Flaggeplikten antas å inntre ved generalforsamlingens beslutning, ettersom det er på dette tidspunkt avtale om erverv er inngått. I tillegg skal innløsningen av tegningsretten flagges. I så tilfelle kan aksjekapitalen forhøyes uten ytterligere beslutning av generalforsamlingen, jfr. asal. §§ 11-10 og 11-12.

### 3.2.2.3 Opsjoner

Det fremgår av vphl. § 4-2 (5) at som rettighet til aksjer regnes ”opsjoner på kjøp av aksjer”. En opsjon kan defineres som innehavers rett, men ikke plikt, til å kreve opsjonsavtalen innfridd, og gir innehaver rett til kjøpe et antall aksjer til en på forhånd avtalt pris.<sup>52</sup> Utsteder av opsjonen har en plikt til å innfri avtalen dersom innehaveren krever det. Det går frem av forarbeidene at både standardiserte og ikke-standardiserte opsjoner er omfattet av flaggeplikten.<sup>53</sup>

Normalt vil opsjonshaveren betale en opsjonspremie som vil kunne være begrenset i tid. Den må for eksempel utøves ved et bestemt tidspunkt (amerikansk opsjon) eller innenfor en

---

<sup>52</sup> Degré (1999), side 224.

<sup>53</sup> NOU 1996:2, side 92.

bestemt tidsperiode (europeisk opsjon).<sup>54</sup> Etter bestemmelsen oppstilles det ikke noe sannsynlighetskrav til at opsjonen skal eller ikke skal utøves. Dersom opsjonen ikke utøves, skal den betraktes som bortfalt. Bortfall av rettigheter skal flagges.<sup>55</sup> Så fremt kjøpsopsjonen innebærer at erververs rettigheter, eventuelt sammen med egne aksjer, overstiger grensene for flaggeplikt skal innehaveren av opsjonen flagge når opsjonen utstedes.

Det må presiseres at flaggeplikten bare inntreffer ved erverv eller avhendelse av rettigheter til kjøp av aksjer, det vil si kjøpsopsjoner. Bestemmelsen må således avgrenses mot salgsopsjoner.<sup>56</sup> Salgsopsjoner gir ikke rett til aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (2), herunder kjøp av aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (5). En rettighet til salg av aksjer skal etter dette ikke flagges før salget faktisk er gjennomført. Selv om salgsopsjoner hvor innløsningskursen er betydelig høyere enn markedsverdien på aksjen som gjør at opsjonen i praksis alltid vil bli innløst, er det lagt til grunn i forarbeidene at flaggeplikt ikke inntreffer. Begrunnelsen er at det er lite hensiktsmessig med en skjønnsmessig regel.<sup>57</sup>

Opsjoner med aksjer som underliggende finansielt instrument må avgrenses mot avtaler med finansielle derivater som underliggende. Et finansielt derivat gir kun rett til finansielt oppgjør, ikke en rett til overlevering av de aktuelle underliggende instrumenter (aksjene). Verken ordlyden eller forarbeidene sier uttrykkelig noe om avgrensningen. Det går imidlertid frem av børsens praksis og juridisk teori at derivater som kun har finansielt oppgjør ikke omfattes av flaggeplikten.<sup>58</sup> Avgjørende i forhold til flaggeplikt er om den aktuelle opsjon gir erververen en rettighet til aksjen.<sup>59</sup>

---

<sup>54</sup> Bergo (2004), side 41.

<sup>55</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>56</sup> Inst.O.nr.83 (1996-1997), punkt 7.2.1, Ot.prp.nr.29 (1996-1997) side 59-60 og NOU 1996:2, side 92.

<sup>57</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 59.

<sup>58</sup> Børssirkulære 2003/01 og Bergo (2004), side 270.

<sup>59</sup> Børssirkulære 2003/01.

### 3.2.2.4 Tilsvarende rettigheter

Det fremgår av vphl. § 4-2 (5) at "tilsvarende rettigheter" skal regnes som rettighet til aksjer. Det fremgår av forarbeidene at "tilsvarende rettigheter" skal leses i sammenheng med "opsjoner på kjøp av aksjer".<sup>60</sup> Hensynet til omgåelse begrunner at tilsvarende rettigheter skal flagges. Lovteksten har en dynamisk utforming, som særlig er aktuell i forhold til utviklingen av nye finansielle instrumenter på det finansielle markedet.

Etter gjeldende rett er panterett, løsningsrett og forkjøpsrett ikke omfattet av flaggeplikten. Begrunnelsen er at etableringen av nevnte begrensede rettigheter til aksjer ikke anses for å være praktisk som del av et oppkjøp av et selskaps aksjer, og at eventuelle omgåelseshensyn tilstrekkelig er ivaretatt ved at spesielt utformede panteretter etter omstendighetene kan anses som en "tilsvarende rettighet".<sup>61</sup> Følgelig må det legges til grunn at "tilsvarende rettigheter" skal vurderes opp mot hvorvidt den avtalte rett til aksjer kan anses som praktisk som del av oppkjøp av et selskaps aksjer.<sup>62</sup> Dersom en begrenset rettighet i realiteten er en rettighet til kjøp eller en reell overdragelse til eie, er det lagt til grunn i forarbeidene at det ut i fra omgåelsesbetraktninger vil kunne omfattes av flaggeplikten.<sup>63</sup> I følge forarbeidene skal således hensynet til omgåelse tillegges vesentlig vekt ved vurderingen. Således er rettigheter som etter omstendighetene ikke kan defineres som kjøpsopsjoner, men som likevel er tilsvarende opsjoner og som anses som praktiske som del av oppkjøp, flaggepliktige. Kravet er at det foreligger en avtalt rett til aksjer. Ettersom innholdet i kravet til tilsvarende rettigheter ikke er klart definert i bestemmelsen, kan det oppstå tolkingsspørsmål i forhold til hvilke tilsvarende rettigheter til opsjoner som omfattes.

---

<sup>60</sup> Ot.prp.nr.29 (1995-1996), side 60.

<sup>61</sup> Innst.O.nr.83, punkt 7.2.1.

<sup>62</sup> Ot.prp.nr.34 (1995-1996), side 60.

<sup>63</sup> NOU 1996:2, side 92-93 og Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 60.

Det er aksjonæren som må vurdere hvorvidt overdragelsen er flaggepliktig. Det er derfor avgjørende at aksjonærene, gjennom for eksempel rundskriv og sirkulære, gjøres oppmerksom på hvilke tilsvarende rettigheter som etter børsens praksis faller inn under flaggeplikten.

### 3.2.3 Stemmerettigheter som likestilles med aksjer og rettigheter til aksjer

Det går frem av vphl. § 4-2 (3) at likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer ”regnes stemmerettigheter til aksjer”. Bestemmelsen er en endring av gjeldende rett, og innebærer at personer som ikke eier aksjer eller rettigheter til aksjer og som ikke har noen form for tilknytning til aksjeeierne, pålegges flaggeplikt ved utøvelse av stemmerettigheter til aksjer.<sup>64</sup> Det stilles således skjerpede krav til flagging i situasjoner hvor andre enn (den reelle) eier av aksjene gis adgang til å utøve stemmerett for aksjene.

Bestemmelsen medfører en form for dobbeltrapportering. Det innebærer at vedkommende som overfører stemmerettighetene fremdeles vil være eier av aksjene, og således måtte regne disse til sin beholdning til tross for at stemmerettighetene til aksjene på vedkommendes hånd innehas av en annen.<sup>65</sup> Mottakeren av stemmerettighetene må på sin side regne stemmerettighetene til sin beholdning så lenge vedkommende innehar disse.

Vphl. § 4-2 (3) antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 10, som har bestemmelser om ”*acquisition or disposal of major proportions of voting rights*”, hvor det er angitt i første ledd at bestemmelsen får anvendelse for fysiske og juridiske personer i den utstrekning de er berettiget til å erverve eller avhende eller utøve stemmerettigheter. Flaggeplikten etter art. 10 synes å omfatte personer som ikke eier aksjer/rettigheter til

---

<sup>64</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>65</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 11.



aksjer, og som ikke har noen tilknytning til aksjeeierne.<sup>66</sup> Hvilke stemmerettigheter som omfattes er presisert i art. 10 bokstavene a til h. Det oppstilles situasjoner der flaggreglene kommer til anvendelse for stemmerettigheter som vedkommende innehar uten å være eier av den tilhørende aksjen, det vil si tilfeller hvor stemmerettigheten er skilt fra aksjen. Stemmerettigheter til aksjer i utenlandske utstedere kan i større grad skilles fra den tilhørende aksjen enn hva som er tilfellet for aksjer utstedt av norske selskaper. Det er derfor antatt i forarbeidene at ikke alle de oppregnede alternativer i direktivet får anvendelse i norsk rett.<sup>67</sup>

Det går frem av verdipapirforskriften § 4-2 at stemmerettigheter, som kan utøves etter andre former for stemmerettighetsoverføringer knyttet til aksjer i utenlandske utstedere med Norge som hjemstat, skal regnes i tillegg til aksjer og rettigheter som nevnt i vphl. § 4-2 (2). Dette innebærer en utvidelse av flaggeplikten for utenlandske selskaper. Begrunnelsen er at direktivet også omhandler stemmerettigheter som oppstår i situasjoner som bare synes relevant i forhold til utenlandske selskaper, og det er således disse som er søkt fanget opp i forskriften.<sup>68</sup>

### 3.2.3.1 Avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4

Det fremgår av vphl. § 4-2 (3) nr. 1 at stemmerettigheter som kan utøves med grunnlag i avtale etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse av 26. mars 2004 nr. 17 §§ 3 og 4, skal regnes likt med aksjer og rettigheter til aksjer. Alle henvisninger i dette kapittelet er til lov om finansiell sikkerhetsstillelse, men mindre annet fremgår. Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 10 bokstav c.

---

<sup>66</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>67</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>68</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 11.

Etter §§ 3 og 4 er det adgang til å avtale finansiell sikkerhetsstillelse i form av henholdsvis overdragelse av eiendomsrett til finansiell sikkerhet eller bruksrett til stilt finansiell sikkerhet. Avtalen består mellom den som erverver eiendomsrett til finansiell sikkerhet for finansielle forpliktelser (sikkerhetshaver) og den som overdrar finansiell sikkerhet til sikkerhet for finansielle forpliktelser (sikkerhetsstiller). Bruksrett til pant etter § 3 må ses i sammenheng med § 4 om overdragelse av eiendomsrett, som i utgangspunktet gir fri disposisjonsrett til aksjen.<sup>69</sup> Det synes å være lagt til grunn i forarbeidene at eiendomsretten eller bruksretten også omfatter organisatoriske rettigheter, herunder stemmerett ved generalforsamling.<sup>70</sup> Det kreves således ikke fullmakt fra sikkerhetsstiller for at sikkerhetshaver skal kunne stemme for de sikkerhetsstilte aksjene.

Det oppstilles krav til at sikkerhetshaver ”erklærer at han har til hensikt å stemme for aksjene”, jfr. vphl. § 4-2 (3) nr. 1 i.f. Bestemmelsen antas å gjennomføre direktivet art. 10 bokstav c. Spørsmålet er hva som ligger i kravet til ”erklæring”. Etter ordlyden stilles det ikke krav til formalisering, og det antas at både muntlige og skriftlige erklæringer er omfattet. Vedrørende vurderingen av hvilke krav som stilles til erklæringens innhold, er det på det rene at uttrykkelige erklæringer som etter sitt innhold går ut på at sikkerhetshaveren har til hensikt å stemme for aksjene, omfattes. Det er imidlertid uklart hvorvidt en underforstått erklæring mellom partene er tilstrekkelig. Forarbeidene tar ikke opp problemstillingen. Det fremgår av juridisk teori at formålet med avtalen må være å sikre en eller flere underliggende finansielle forpliktelser, men det anses neppe som et krav at det må være det eneste eller hovedsakelige formålet med avtalen.<sup>71</sup>

---

<sup>69</sup> Wibe, note 28. [Lesedato: 23.11.2007.]

<sup>70</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>71</sup> Wibe, note 18. [Lesedato 26. oktober 2007.]

### 3.2.3.2 Fullmakt

Stemmerettighet som kan utøves med grunnlag i fullmaktsavtale uten underliggende instruks fra aksjonæren, skal regnes likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (3) nr. 2. Bestemmelsen antas å være i samsvar rapporteringsdirektivet art. 10 bokstav h, hvor det fremgår at flaggeplikt omfatter *”voting rights which that person or entity may exercise as a proxy where the person or entity can exercise the voting rights at its discretion in the absence of specific instructions from the shareholders”*.

Det stilles ikke krav til formalisering av fullmakten. Den alminnelige fullmaktslæren må derfor komme til anvendelse. Spørsmålet er etter dette hva som ligger i kravet til ”instruks”. I dette kan sies å ligge at fullmektigen kan utøve stemmeretten etter eget skjønn uten spesifikke instruks fra aksjonæren.<sup>72</sup> En spesifikk instruks vil være at aksjonæren på forhånd gir uttrykk for hvordan fullmektigen skal utøve stemmeretten. Etter ordlyden synes kravet å være absolutt, det vil si at enhver form for instruks omfattes. Det kan imidlertid være vanskelig i grensetilfeller å fastslå hvorvidt det foreligger en instruks. Et moment i vurderingen er om det i fullmaktsavtalen markeres en begrensning i fullmektigens rett i forhold til aksjonæren.<sup>73</sup> I tillegg kan det ses hen til partenens tilknytning og det underliggende rettsforhold. I alle tilfeller må det foretas en konkret helhetsvurdering.

Etter ordlyden har fullmektigen flaggeplikt, som inntreffer ved tildelingen av fullmakten. Fullmektigens aksjer og rettigheter legges sammen med stemmeberettigede aksjer som vedkommende har fullmakt til å stemme for. Dersom aksjen er forvalterregistrert ligger stemmeretten hos den reelle eier, ettersom forvalteren bare kan utøve økonomiske rettigheter, jfr. asal. § 4-10 nr. 3. Dersom forvalteren skal kunne stemme for de forvalterregistrerte aksjene, kreves det fullmakt fra den reelle eier. Dersom aksjonæren har utstedt fullmakt til en aktiv forvalter som gir vedkommende en generell rett til å avgi

---

<sup>72</sup> Jfr. Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 318.

<sup>73</sup> Woxholth (2005), side 269.

stemme, medfører det flaggeplikt for forvalteren. Dersom forvalteren påtar seg flaggeplikt, må det trolig legges til grunn at aksjonæren som eier kan holdes ansvarlig for eventuelle brudd på flaggingsreglene. Aksjonæren kan eventuelt i ettertid kreve erstatning, forutsatt av de alminnelige vilkår for erstatning er oppfylt.

### 3.2.3.3 Avtaler etter asal. § 4-2

Stemmerettigheter til aksjer som kan utøves med grunnlag i avtale etter asal. § 4-2 skal regnes likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer, jfr. vphl. § 4-2 (3) nr. 3. Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 10 bokstav b, hvor det fremgår at flaggeplikt omfatter ”*voting rights held by a third party under an agreement concluded with that person or entity providing for the temporary transfer for consideration of the voting rights in question*”.

Etter asal. § 4-2 (1) går rettighetene over til erververen når ervervet er innført i aksjeeierregisteret, eller når ervervet er meldt og godtgjort uten at det hindres på grunn av vedtektsbestemte omsetningsbegrensninger i §§ 4-16 til 4-23. Det følger av asal. § 4-2 (2) at erverver og avhender kan avtale at avhenderen skal utøve rettigheter som aksjeeier i perioden mellom eierskiftet avtales og frem til rettighetene går over til erververen.<sup>74</sup> Med rettigheter menes her organisatoriske rettigheter, ettersom erverver etter asal. § 4-2 (1) har de økonomiske rettighetene til aksjen, herunder retten til utbytte, utdelinger og nye aksjer ved kapitalforhøyelse. De organisatoriske rettighetene omfatter blant annet møte- og stemmerett på generalforsamlingen. Følgelig er asal. § 4-2 et unntak fra hovedregelen om at de organisatoriske rettighetene ikke kan skilles fra aksjen.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

<sup>75</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 317.

Etter ordlyden stilles det verken krav til formalisering eller krav til avtalens innhold. Avtalen kan inngås før, samtidig med eller etter overdragelsen.<sup>76</sup> Dersom avtalen inngås samtidig med overdragelsen, vil det være naturlig å la flaggemeldingen omfatte både overdragelsen av aksjen samt at avhender skal beholde stemmeretten. Det går frem av forarbeidene til aksjelovgivningen at det kreves ”uttrykkelige holdepunkter” i avtalen at avhenderen skal beholde stemmeretten.<sup>77</sup> Det kan ikke uten videre legges til grunn at avtale om salg til en bestemt pris medfører bortfall av selgerens eierinteresser. Dersom det på generalforsamlingen skulle være tvil om stemmeretten, vil det avgjørende være om en avtale kan dokumenteres på generalforsamlingen.<sup>78</sup>

### 3.3 Beregningen av aksje- og stemmekapital

Det fremgår av vphl. § 4-2 (2) at flaggeplikt inntreffer for erverv, avhendelse eller annen omstendighet som fører til at aksjonærens andel av aksjekapitalen eller en tilsvarende andel av stemmene i selskapet passerer visse terskler.

Ved beregningen skal selskapets registrerte aksjekapital legges til grunn, herunder selskapets egne aksjer.<sup>79</sup> Selskapets aksjekapital fremgår av selskapsvedtektene.<sup>80</sup> Ved nytegning er det antatt at det er den forhøyede aksjekapitalen som skal legges til grunn.<sup>81</sup> I forhold til andel av stemmene i selskapet, vil dette ha selvstendig betydning hvor selskapet har ulike aksjeklasser. Et allmennaksjeselskap er for øvrig underlagt en begrensning; antall stemmebegrensede aksjer kan ikke overstige 50 % av den totale aksjekapitalen, med mindre selskapet får godkjenning fra departementet, jfr. asal § 5-4 (1) fjerde punktum.

---

<sup>76</sup> Ot.prp.nr.55 (2005-2006), side 57.

<sup>77</sup> Ot.prp.nr.55 (2005-2006), side 169.

<sup>78</sup> Bråthen, note 369A. [Lesedato: 23.11.2007.]

<sup>79</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 308.

<sup>80</sup> Andenæs (2006), side 416.

<sup>81</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 308.

Ettersom beregning både foretas ut i fra den registrerte aksjekapitalen og andelen av stemmene i selskapet, vil det være uten betydning for flaggeplikt hvorvidt aksjonærens beholdning består av stemmeberettigede eller stemmeløse aksjer. Således vil eventuelle stemmerettsbegrensninger for den enkelte aksjonær ikke ha betydning ved beregningen.<sup>82</sup> De øvrige nordiske landene har tilsvarende regel om flaggeplikt ved erverv eller avhendelse av stemmeløse aksjer, og har videreført nevnte regel. I forarbeidene ble det lagt til grunn at tilsvarende løsning skulle legges til grunn for norsk rett, selv om beregning ut i fra aksjekapitalen har liten selvstendig betydning i praksis.<sup>83</sup> Med denne uttalelsen menes trolig at det som regel vil være ulike aksjeklasser i et selskap. Det går frem av rapporteringsdirektivet art. 9 nr. 1 (1) er det bare stemmeberettigede aksjer som er grunnlag for beregningen. På dette punkt fanger flaggeplikten videre for selskaper som har Norge som hjemstat enn hva som følger av direktivet. Etter art. 9 nr.1 (2) skal andel av stemmeberettigede aksjer beregnes på grunnlag av *”all the shares to which voting rights are attached even if the exercise thereof is suspended”*. Suspenderte aksjer skal etter rapporteringsdirektivet inngå i beregningen, men ikke aksjer som ikke har tilknyttet stemmerettighet. Det antas at aksjer med tilhørende stemmerettighet som er suspendert må gjelde tilsvarende for vphl. § 4-2, selv om dette ikke uttrykkelig går frem av bestemmelsen.

Det fremgår av rapporteringsdirektivet art. 9 nr. 1 (2) at *”moreover this information shall also be given in respect of all the shares which are in the same class and to which voting rights are attached”*. Det kan synes som om det etter ordlyden skal flagges både ut i fra en beregning av den enkelte aksjeklasse i tillegg til innehavers samlede andel av selskapets stemmeberettigede aksjer. I forarbeidene har det blitt lagt til grunn at rapporteringsdirektivet ikke kan forstås som et krav om flagging innen en aksjeklasse med mindre innehaverens andel av aksjene totalt sett passerer en av de nevnte tersklene.<sup>84</sup> Dersom ordlyden etter rapporteringsdirektivet tolkes på ordet, skal det flagges også

---

<sup>82</sup> Bergo (2004), side 269.

<sup>83</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 313.

<sup>84</sup> NOU 2006:3, side 206.

innenfor den enkelte aksjeklasse. Ettersom beregningen etter norsk rett skal foretas med grunnlag i både aksjekapital og andel stemmer, ville det være uten betydning hvorvidt en aksjonær flagget ut i fra aksjeklasse og den samlede beholdning. Den ville uansett være den samme.

Beregningen av en aksjonærs andel av aksjekapitalen eller stemmene i selskapet kan være vanskelig ettersom prosentsatsene skal beregnes på bakgrunn av selskapets registrerte aksjekapital. Ettersom rettigheter til aksjer skal flagges, vil den prosentsats vedkommende har på tidspunktet rettigheten erverves ikke gi et riktig bilde av den prosentsats vedkommende rettighetshaver innehar på tidspunktet hvor rettigheten utøves eller faller bort på annen måte enn ved utøvelse. Det er den registrerte aksjekapital på tidspunktet for utstedelsen av tegningsretter eller konvertible lån som legges til grunn, uavhengig av om det i fremtiden åpnes for at aksjeselskaper kan utstede frittstående tegningsretter. Det skal flagges både der rettigheter til aksjer sammen med eventuelt aksjeinnehav overskrider grensene for flaggeplikt, og på det senere tidspunkt der rettighetene eventuelt benyttes og aksjeinnehavet alene overskrider grensen. På det tidspunkt rettigheten benyttes, vil endringer i den registrerte aksjekapitalen etter omstendighetene medføre at utøvelse av rettigheten ikke overskrides.<sup>85</sup>

### 3.4 Transaksjoner som kan utløse flaggeplikt

Det fremgår av vphl. § 4-2 (2) at flaggeplikt utløses dersom en aksjeeiers eller annen persons andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under visse angitte andeler av aksje- eller stemmekapitalen som følge av ”erwerb, avhendelse eller annen omstendighet”. Bestemmelsen antas å være i overensstemmelse med rapporteringsdirektivet art. 13 jfr. art. 9. De sentrale endringer i forhold til gjeldende rett er at avhendelser av rettigheter og andre omstendigheter enn erwerb og avhendelse kan utløse

---

<sup>85</sup> NOU 1996:2, side 92.

flaggeplikt, selv om omstendighetene er utenfor den flaggepliktiges kontroll. Det skal nedenfor redegjøres nærmere for dette og for hvilke transaksjoner som kan utløse flaggeplikt.

### 3.4.1 Erverv og avhendelse

Etter ordlyden omfattes erverv og avhendelse av aksjer og rettigheter til aksjer. Begrepene synes å være likestilt, det vil si at erverv og avhendelse utløser flaggeplikt i like stor utstrekning, både for aksjer og rettigheter til aksjer. Det er imidlertid ikke presisert hva som er det nærmere innholdet i begrepene. En alminnelig tolking av ordlyden tilsier at ordinære kjøp og salg er omfattet. Dette må gjelde uavhengig av om ervervet eller avhendelsen finner sted på eller utenfor regulert marked.<sup>86</sup>

Spørsmålet er om enhver form for erverv eller avhendelse omfattes av bestemmelsen. Av forarbeidene går det frem at vederlagsfrie overføringer omfattes.<sup>87</sup> Dette må tillegges vesentlig vekt. Som vederlagsfri overføring regnes gave og skifte. Både ervervet og avhendelsen av aksjene og/eller rettighetene til aksjene skal flagges, forutsatt at overdragelsen fører til at vedkommendes andel når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel. Ettersom rettigheter til aksjer er omfattet av flaggeplikten, vil både utstedelse og innløsning av konvertible obligasjoner, tegningsretter, kjøpsopsjoner samt tilsvarende rettigheter utløse flaggeplikt.

Det synes å kunne innfortolkes at både frivillige og ufrivillige overdragelser omfattes. For eksempel kan et tvangssalg av aksjer etter asal. § 4-17 (2) utløse flaggeplikt, da et tvangssalg kan medføre at en aksjonærs samlede beholdning faller under en flaggeterskel. Det samme synes å gjelde for bytte av aksjer og/eller rettigheter til aksjer.

---

<sup>86</sup> NOU 2006:3, side 207.

<sup>87</sup> NOU 2006:3, side 209.



Hvorvidt indirekte overdragelser omfattes, fremgår ikke av ordlyden. Det fremgår imidlertid av forarbeidene at indirekte erverv av finansielle instrumenter som gir rett til erverv av en utstedt aksje kan være omfattet av flaggeplikten.<sup>88</sup> Dette må tillegges vekt. Dersom det er fare for omgåelse, taler hensynet til likhet og gjennomsiktighet i markedet for at også den indirekte overdragelser er flaggepliktig.

Et selskap kan erverve aksjer på annen måte enn ved tegning, forutsatt at ervervet ikke overstiger 10 % av aksjekapitalen, jfr. asal. § 9-2. Selskapets erverv av egne aksjer vil på visse vilkår være flaggepliktig, jfr. rapporteringsdirektivet art. 14 nr. 1. Det er i forarbeidene lagt til grunn at på dette punkt er norsk rett i samsvar med direktivet.<sup>89</sup>

### 3.4.2 Annen omstendighet

Etter vphl. § 4-2 (2) kan flaggeplikt utløses av annen omstendighet enn erverv og avhendelse. Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 9 nr. 2, hvor passering ”*as a result of events changing the breakdown of voting rights*” kan utløse flaggeplikt. Endringen har sammenheng med innføringen av flaggeplikt for stemmerettigheter. Selskapsbegivenheter kan etter dette utløse flaggeplikt for aksjonæren, selv hvor vedkommende er passiv eller ikke har kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikt.<sup>90</sup> Det kan for øvrig ikke ilegges sanksjoner med mindre aksjonæren har opptrådt forsettlig eller uaktsomt, jfr. vphl. §§ 17-3 (3) og 17-4 (1). Det vil ikke bli drøftet hvilke forhold som kan betinge at en aksjonær har opptrådt forsettlig eller uaktsomt, da den strafferettslige siden av flaggeplikten ikke behandles i denne oppgaven. Se kapittel 1.2 for avgrensninger.

---

<sup>88</sup> NOU 2006:3, side 209.

<sup>89</sup> NOU 2006:3, side 209.

<sup>90</sup> NOU 2006:3, side 209.

Hva som anses for å være annen omstendighet fremgår av verdipapirforskriften § 4-3. Forskriften antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 10 bokstavene a og e, samt kommisjonsdirektivet som har utfyllende rettsakter.<sup>91</sup> Kravet til annen omstendighet er ikke uttømmende regulert i forskriften. I forhold til begivenheter som ikke er regulert i forskriften, må det legges til grunn at det beror på en tolking av vphl. § 4-2 (2) hvorvidt den aktuelle begivenhet kan betraktes som ”annen omstendighet”. En slik forståelse støttes i forarbeidene.<sup>92</sup>

Det ble av lovutvalget foreslått å innta i bestemmelsen ”bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse” som et eksempel på annen omstendighet.<sup>93</sup> På bakgrunn av dette er det i forarbeidene lagt til grunn at bortfall av rettigheter til aksjer på annen måte enn utøvelse skal flagges.<sup>94</sup> Forarbeidene må her tillegges vesentlig vekt. Reelle hensyn, som hensynet til markedets behov for opplysninger om at retten ikke utøves, må også tillegges vekt.<sup>95</sup> Det må derfor kunne legges til grunn at rettigheter som faller bort fordi retten ikke utøves, skal regnes som annen omstendighet som kan utløse flaggeplikt.

Ved høringen ble det av flere høringsinstanser påpekt at flaggeplikt som følge av passiv passering vil være uheldig.<sup>96</sup> I tillegg kan man tenke seg at bestemmelsen vil påføre investorene og porteføljeforetak store utfordringer og økte kostnader i form av overvåkning. Endringen vil påkalle en klart mer aktiv rolle for investorer og andre forvaltere enn hva som følger av gjeldende rett.

---

<sup>91</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>92</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 316.

<sup>93</sup> NOU 2006:3, side 209.

<sup>94</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>95</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>96</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 314.

#### 3.4.2.1 Inngåelse eller opphør av avtale om finansiell sikkerhet

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-3 bokstav a, at som annen omstendighet anses ”inngåelse eller opphør av avtale om finansiell sikkerhet”. Bestemmelsen må ses i sammenheng med vphl. § 4-2 (3) nr. 1, hvor avtaler etter lov om finansiell sikkerhetsstillelse §§ 3 og 4 regnes likt med aksjer og/eller rettigheter til aksjer.<sup>97</sup> Sett hen til forutsetningene i loven og forarbeidene er det ikke avgjørende hvorvidt det er en individuell avtale eller en rammeavtale. Det er for øvrig kun bilaterale avtaler som omfattes.<sup>98</sup>

Ved beregningen av beholdningen skal personen som får sikkerhet (sikkerhetshaver) medregne stemmerettighetene vedkommende får etter avtalen til sin beholdning. Sikkerhetshaver må flagge dersom han ved inngåelsen eller opphør av avtalen (omstendigheten) passerer en av de fastsatte flaggegrensene. Forutsetningen for at sikkerhetshaver skal regne stemmerettighetene til sin beholdning er at vedkommende erklærer overfor sikkerhetsstiller at han har til hensikt å stemme for aksjene. Sikkerhetsstilleren skal etter at slik avtale er inngått fortsatt regne aksjene omfattet av avtalen til sin beholdning, da vedkommende fortsatt er eier aksjene.<sup>99</sup> Både inngåelsen og opphøret av avtalen skal flagges, forutsatt at vedkommendes samlede beholdning når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel.

#### 3.4.2.2 Tildeling eller tilbakekall av fullmakt

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-3 bokstav b, at som annen omstendighet anses tildeling eller tilbakekall av fullmakt. Verdipapirforskriften må ses i sammenheng med

---

<sup>97</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 11. Se kapittel 3.2.3.1.

<sup>98</sup> Wibe, note 15. [Lesedato 11. november 2007.]

<sup>99</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 11-12.

vphl. § 4-2 (3) nr. 2 hvor fullmaktsavtale uten underliggende instruks regnes likt med aksjer og/eller stemmerettigheter til aksjer. Hvorvidt det foreligger fullmakt uten instruks, se punkt 3.2.3.2.

Ved beregningen av fullmektigens beholdning, skal stemmerettighetene som vedkommende kan utøve etter fullmakten medregnes. Dersom tildelingen av fullmakten medfører at fullmektigen passerer en flaggegrense, inntreffer flaggeplikt. Det samme gjelder dersom fullmakten tilbakekalles, forutsatt at en flaggegrense passerer. Stemmerettighetene skal kun regnes med til fullmektigens beholdning dersom aksjeeieren overlater til fullmektigens diskresjonære skjønn å bestemme hvordan stemmeretten skal utøves, jfr. vphl. § 4-2 (3) nr. 2.<sup>100</sup>

Ved beregningen av fullmaktsgivers beholdning, vil vedkommende fremdeles eie aksjene som de aktuelle stemmerettighetene er tilknyttet. Fullmaktsgiver må derfor regne disse til sin beholdning i perioden fullmakten gjelder. Både tildeling og tilbakekall av fullmakt skal flagges, forutsatt at vedkommendes samlede beholdning når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel.

Undertiden har aksjonærene møterett til generalforsamlingen, enten selv eller ved fullmektig etter eget valg, jfr. asal. § 5-2. Det er således fri adgang til å la fullmektigen utøve stemmerett både med eller uten instruksjoner.<sup>101</sup> Hvorvidt instruksjon er gitt, vil få betydning i forhold til beregningen av fullmektigens beholdning. Er en person gitt stemmefullmakt til generalforsamling, vil denne måtte flagges forutsatt at stemmerettsbeholdningen når opp til, overstiger eller faller under en av grensene nevnt i annet ledd. Stemmefullmakten vil for øvrig normalt være tidsbegrenset. Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-1 (3) at flagging ved tildeling eller tilbakekall av fullmakter kan gjøres i én melding, såfremt fullmakten kun gjelder for førstkomende generalforsamling

---

<sup>100</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 12.

<sup>101</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 318.

og dette angis i meldingen. Bestemmelsen antas å gjennomføre kommisjonsdirektivet art. 8 (2).<sup>102</sup>

#### 3.4.2.3 Inngåelse av avtale etter allmennaksjeloven § 4-2 (2)

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-3 bokstav c, at som annen omstendighet anses inngåelse av avtale eller asal. § 4-2 (2). Bestemmelsen må ses i sammenheng med vphl. § 4-2 (3) nr. 3.<sup>103</sup> Det følger av asal. § 4-2 (2) at ved eierskifte kan erververen og avhenderen avtale at avhenderen kan utøve rettigheter som aksjeeier frem til disse går over til erververen. Slike avtaler kan inngås på tidspunktet for avhendelsen av aksjene, men også på et senere tidspunkt som kan gi ulike situasjoner. Dersom avhender ved salg av aksjer passerer en flaggegrense vil vedkommende måtte flagge. Det samme gjelder hvor stemmerettighetene beholdes etter avtale med grunnlag i asal. § 4-2 (2). I realiteten er dette to omstendigheter, henholdsvis både en avhendelse og en tilførsel av stemmerettigheter. Etter dette skal begge omstendighetene flagges i samme melding.<sup>104</sup>

Videre fremgår det at dersom partene på et senere tidspunkt enn avhendelsen av aksjene avtaler at avhender skal kunne benytte stemmerettighetene, må vedkommende som avhendet aksjene flagge "tilførslene" av stemmerettighetene dersom det medfører at en flaggegrense passerer. Endelig må erverver av aksjene fra tidspunktet for avhendelsen regne aksjene til sin beholdning. Avhender av aksjene må regne stemmerettighetene til sin beholdning frem til aksjene går over til erververen.<sup>105</sup>

---

<sup>102</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 10.

<sup>103</sup> Se kapittel 3.2.3.3.

<sup>104</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 12.

<sup>105</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 12.

#### 3.4.2.4 Etablering eller oppløsning av konsernforhold

Som annen omstendighet regnes etablering eller oppløsning av konsernforhold etter vphl. § 2-5 nr. 3, jfr. verdipapirforskriften bokstav d. Det fremgår av vphl. § 2-5 nr. 3 at som nærstående regnes selskap innen samme konsern som vedkommende. Bestemmelsen innebærer en endring av gjeldende rett. Konsernforhold er en gruppe selskaper organisert slik at ett selskap (morselskapet) har bestemmende innflytelse over minst ett annet (datterselskapet), jfr. asal. § 1-3. Med etablering eller oppløsning av konsernforhold menes henholdsvis fusjon og fisjon av selskaper.

Hjemmel for fusjon av allmennaksjeselskaper er asal. § 13-2. Av bestemmelsen fremgår det at et selskap kan overta et annet selskaps eiendeler, rettigheter og forpliktelser som helhet mot at aksjeeierne i det overdragende selskap får som vederlag aksjer i det overtakende selskap eller slike aksjer med et tillegg som ikke må overstige 20 % av det samlede vederlaget. Konsekvensen av en fusjon er med andre ord at det overdragende selskaps aksjonærer får en tvungen ombytting av aksjer i ett selskap til aksjer i et annet selskap.<sup>106</sup> Dette kan utløse flaggeplikt for aksjonærene i det overdragende selskap, ettersom aksjonærenes eierandeler endres i forhold til aksjekapitalen og andel av stemmene i selskapet.

Fisjon av allmennaksjeselskaper reguleres av asal. § 14-2. Til forskjell fra fusjon skal det overdragende selskaps eiendeler, rettigheter og forpliktelser ved fisjon fordeles mellom to eller flere selskaper.<sup>107</sup> Loven forutsetter at aksjene i det overdragende selskap fordeles på nytt i forbindelse med fisjonen. Ved omfordelingen vil aksjonærene som helt eller delvis blir igjen i det overdragende selskap få som vederlag aksjer i det overdragende selskap med verdi tilsvarende den gjenstående eierandel.<sup>108</sup> Dette kan, som ved fusjon, også utløse flaggeplikt for aksjonærene i det overdragende selskap. Dersom det overtakende selskap

---

<sup>106</sup> Andenæs (1998), side 441.

<sup>107</sup> Andenæs (1998), side 459.

<sup>108</sup> Matre, note 2262. [Lesedato 27. oktober 2007.]

skal eies i samme forhold som det overdragende, vil aksjonærene ikke få et slikt vederlag.<sup>109</sup> Antagelig vil det da heller ikke bli noen forholdsmessig endring av den enkelte aksjonærs eierandel, og flaggeplikt vil dermed ikke inntre.

#### 3.4.2.5 Inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid

Som annen omstendighet regnes inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid etter vphl. § 2-5 nr. 5, jfr. verdipapirforskriften bokstav e. I forhold til hvilke forhold som betinger inngåelse eller oppløsning av forpliktende samarbeid, vises til kapittel 3.5.4.

Det utløses flaggeplikt dersom to aksjonærer som hver eier 3 % i et selskap inngår en forpliktende samarbeidsavtale, eller at det eksisterer en forpliktende samarbeidsavtale mellom dem som siden oppløses ettersom deres konsoliderte beholdning overstiger flaggegrensen på 5 %. Et forpliktende samarbeid vil konsolidere avtalepartene, jfr. vphl. § 2-5 nr. 5. Det må legges til grunn at begge avtalepartene skal flagge ved begge omstendigheter, forutsatt at den samlede beholdning når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel. Dette støttes i forarbeidene.<sup>110</sup> Det er tilstrekkelig at det sendes én flaggemelding, men bruk av felles melding fritar ikke den enkelte avtalepart ansvaret for at korrekt flaggemelding faktisk innsendes, jfr. verdipapirforskriften § 4-1 (2).

#### 3.4.2.6 Selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen

Selskapsbegivenheter som endrer stemmerettsfordelingen, kan medføre flaggeplikt, jfr. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav f. Det presiseres ikke hva som menes med

---

<sup>109</sup> Andenæs (1998), side 460.

<sup>110</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

”selskapsbegivenheter”. Spørsmålet er etter dette hva som ligger i begrepet ”selskapsbegivenheter”. Etter ordlyden må selskapsbegivenheten i alle tilfeller endre stemmerettsfordelingen, jfr. verdipapirforskriften § 4-3 bokstav f.

Stemmerettsfordelingen kan endres gjennom forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen. Dette støttes i forarbeidene.<sup>111</sup> Beslutning om henholdsvis kapitalforhøyelse ved nytegning av aksjer og kapitalnedsettelse foretas av generalforsamlingen, jfr. asal. §§ 10-1 og 12-1. En kapitalforhøyelse eller kapitalnedsettelse innebærer at kapitalen i selskapet endrer seg ved at henholdsvis flere eller færre aksjer er i omløp. Dette vil innvirke på beregningen av den enkelte aksjonærs samlede beholdning. Så fremt ikke aksjonæren foretar seg noe, vil vedkommende risikere å komme i flaggeposisjon ved passiv passering.<sup>112</sup> Det går frem av asal. § 5-2 at aksjonærene har en ubetinget rett, men ingen plikt, til å delta på generalforsamlingen. Det vil derfor være fare for at aksjonærer som ikke får kjennskap til kapitalendringen før flaggefristen utløper. Regelen vil derfor kunne slå uheldig ut. Flaggeplikt vil inntre for en aksjonær forutsatt at endringen av aksjekapitalen medfører at vedkommendes andel av aksjer og/eller rettigheter til aksjer når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel.

Stemmerettsfordelingen kan også endres gjennom vedtektsendringer, for eksempel ved at det innføres stemmeløse aksjeklasser eller konverteringer som reduserer eller øker en aksjonærs andel av stemmeberettigede aksjer. Etter vphl. § 4-2 (2) skal en aksjonærs andel beregnes ut i fra aksjekapital eller en tilsvarende andel av stemmene. Det kreves vedtak av generalforsamlingen for å endre stemmerettsfordelingen, jfr. asal. § 5-4 (1) jfr. § 5-1 (1). Stemmerettsfordelingen er regulert i asal. § 5-4 (1) (1). Bestemmelsen gir uttrykk for likhetsgrunnsetningen, hvor hovedregelen er at hver aksje gir én stemme. Det kan gjøres unntak fra dette i vedtektene. Asal. § 5-4 (1) (2) foreskriver at vedtektene kan inneholde bestemmelser om stemmerettsbegrensning som er knyttet til person, eller at aksjene i en aksjeklasse ikke skal gi stemmerett eller ha begrenset stemmevekt. Dette krever imidlertid

---

<sup>111</sup> NOU 2006:3, side 209 og Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>112</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 316.



godkjenning av departementet dersom det samlede pålydende av aksjer i selskapet med slike stemmerettsbegrensninger skal utgjøre mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet, jfr. asal. § 5-4 (1) (3). Flaggeplikt vil dermed inntre for en aksjonær forutsatt at endringen av stemmerettsfordelingen medfører at vedkommendes andel av stemmeberettigede aksjer og/eller rettigheter når opp til, overstiger eller faller under en flaggeterskel.

Vphl. § 4-2 må ses i sammenheng med vphl. § 5-8 om utsteders informasjonsplikt ved endringer i utsteders aksjer. Utsteders plikt til å offentliggjøre endringer i rettigheter vil kunne begrense risikoen for at aksjonærer eller andre rettighetshavere befinner seg i flaggeposisjon uten å ha kjennskap til begivenheten som utløser flaggeplikten. Offentliggjørelsen har til hensikt å gjøre aksjonærer og andre flaggepliktige i stand til å beregne hvorvidt de har passert en av grensene i annet ledd.<sup>113</sup> Det kan imidlertid stilles spørsmål ved hvor effektiv en slik offentliggjøring er for investorene, ettersom flaggemeldingen skal gis straks vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel som nevnt annet ledd, jfr. vphl. § 4-2 (7). Det vises til kapittel 3.9 for fristen til å inngi flaggemelding.

#### 3.4.2.7 Inngåelse eller opphør av avtale om overføring av stemmerettigheter

Som annen omstendighet regnes inngåelse eller opphør av avtale om overføring av stemmerettigheter som nevnt i verdipapirforskriften § 4-2. Av denne bestemmelsen går det frem at likt med aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter til aksjer regnes stemmerettigheter som kan utøves etter andre former for stemmerettighetsoverføringer knyttet til aksjer i utenlandske utstedere med Norge som hjemstat. Det vises til kapittel 3.2.3 tredje avsnitt følgende for en nærmere drøftelse av § 4-2. Både inngåelsen og

---

<sup>113</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 316.

opphøret av avtalen om overføring av stemmerettigheter skal flagges, forutsatt at andel av stemmene i selskapet når opp til , overstiger eller faller under en flaggeterskel i annet ledd.

### 3.4.3 Innlån av aksjer

Det fremgår av vphl. § 4-2 (4) at innlån og tilbakelevering av lånte aksjer til utlåner skal regnes som erverv og avhendelse i forhold til flaggeplikten. Aksjelån er avtaler som innebærer at aksjonærene låner ut sine aksjer mot vederlag. Innlån og tilbakelevering av lånte aksjer skal alltid regnes som erverv eller avhendelse av aksjer for innlåner, og skal dermed flagges. Bakgrunnen er hensynet til klarhet og forutberegnelighet.<sup>114</sup> Hvorvidt utlån og tilbakelevering skal regnes som avhendelse eller erverv for långiver, må avgjøres konkret.<sup>115</sup> Reelle hensyn kan imidlertid tale for at innlån og utlån av aksjer skal behandles likt, og således at utlån av aksjer skal flagges.

Et særlig praktisk formål med innlån av aksjer, kan være å dekke inn leveranseforpliktelser for salg av aksjer som investoren ikke eier (short-salg).<sup>116</sup> Ved å låne aksjer håper investoren å få kjøpe aksjene på et senere tidspunkt etter at kursen på disse har falt. Investoren sitter i mellomtiden med kursrisikoen, og er normalt forpliktet til å betale utlåner en avtalt rente ved tilbakeleveringen. I tillegg må investoren kompensere for eventuelle utbytte- eller renteutbetalinger og andre utdelinger fra utsteder i låneperioden. Ett annet formål kan være å hindre at et mislighold fra selger skaper komplikasjoner i oppgjørssystemene hvor det er flerleddede transaksjoner.<sup>117</sup>

---

<sup>114</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997), side 60.

<sup>115</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 308-309.

<sup>116</sup> Degré (1999), side 232.

<sup>117</sup> Bergo (2004), side 60-61.

Rettighetene overfor selskapet følger i utgangspunktet aksjene i låneperioden, herunder de økonomiske og organisatoriske rettighetene samt retten til å disponere over aksjen.<sup>118</sup> Innlåner må imidlertid tilbakebetale økonomisk avkastning av aksjene til utlåner i tillegg til vederlag for lånet i form av renter. Følgelig vil utlåner bli sittende med både kursrisiko og avkastning for de utlånte aksjene.<sup>119</sup> I forhold til innlåners utøvelse av de organisatoriske rettighetene, er det usikkert hvorvidt innlåner har stemmerett på generalforsamlingen.<sup>120</sup> I Rt. 1966 side 1120 ble det lagt til grunn at bare den som har reell aksjonærinteresse i selskapet kan utøve stemmerett. Formålet med aksjelånet er som regel short-salg, og problemstillingen vil i praksis ikke ha så stor betydning. Ønsker aksjonæren å låne bort stemmerett, kan dette gjøres gjennom en aksjonæravtale eller fullmakt.<sup>121</sup> Dersom innlåner ikke leverer aksjene tilbake, eller er formålet med innlånet å utøve eierinnflytelse, taler gjennomskjæringshensyn for at utlånet er flaggepliktig. Dette støttes av juridisk teori.<sup>122</sup>

Under forutsetning av at utlån av aksjer ikke er flaggepliktig, vil det kunne oppstå spørsmål hvorvidt det foreligger innlån/tilbakelevering eller erverv/avhendelse av aksjer. Dette må vurderes konkret ut i fra forholdet mellom partene.<sup>123</sup> Vurderingen har betydning i forhold til hvilket subjekt som er flaggepliktig. Når det gjelder innlån av aksjer, er det bare låntaker som har flaggeplikt. Ved erverv og avhendelse har både erverver og avhender flaggeplikt forutsatt at overdragelsen medfører passering av en flaggeterskel. Med andre ord vil en overdragelse kunne kamufleres ved at den formelt gir uttrykk for at det er et utlån, mens det i realiteten er en avhendelse. Følgelig må det derfor vurderes konkret hva slags transaksjon man står overfor, i forhold om det er avhender eller utlåner som i slike tilfeller har flaggeplikt.

---

<sup>118</sup> Andenæs (2006), side 130.

<sup>119</sup> Degré (1999), side 232.

<sup>120</sup> Degré (1999), side 233.

<sup>121</sup> Degré (1999), side 233.

<sup>122</sup> Degré (1999), side 235.

<sup>123</sup> Ot.prp.nr.29 (1996-1997), sidene 30 og 60.

Flere momenter er relevante for vurderingen. For det første vil det være en forutsetning for lån at innlåneren kan selge de finansielle instrumentene videre til tredjemenn, mot at innlåner kan levere identiske aksjer tilbake til utlåner innen en angitt frist.<sup>124</sup> Dette taler for at det foreligger aksjelån. For det andre er et moment hvorvidt avtalen har bestemmelser om godtgjørelse, utbytte eller andre fordeler knyttet til det aktuelle finansielle instrument. Dette vil tale for at det foreligger et lån, ikke avhendelse. For det tredje taler det for at det foreligger et aksjelån dersom risikoen for kurssvingninger i utlånsperioden fortsatt ligger hos utlåner.

Innlån og tilbakelevering av aksjer har, som nevnt i innledningen, betydning for låntakers flaggeplikt. Det fremgår av forarbeidene til gjeldende bestemmelse at utlån og tilbakelevering av lånte aksjer også kan ha betydning i forhold til långivers flaggeplikt, men da fordi det i realiteten er å anse som avhendelse og erverv av aksjer. Det legges til grunn at hvorvidt långiver er underlagt flaggeplikt, må avgjøres konkret.<sup>125</sup> Ettersom rettighetene overfor selskapet i utgangspunktet følger aksjene i låneperioden, herunder de økonomiske og organisatoriske rettighetene samt retten til å disponere over aksjen, taler hensynet til gjennomsiktighet for at långiver skal flagge et utlån av aksjer. Det kan også synes som om de samme hensyn som begrunner erverv og avhendelse av aksjer, kan begrunne at långiver skal flagge et utlån.

### 3.5 Konsoliderte aksjeeiere

Det fremgår av vphl. § 4-2 (6) at en aksjonærs og dennes nærstående egne aksjer, rettigheter til aksjer eller stemmerettigheter til aksjer skal konsolideres ved beregningen av om det foreligger flaggeplikt. Konsolidering innebærer i korte trekk at aksjonærens og dennes nærståendes andeler av aksjekapitalen eller tilsvarende andel av stemmene i

---

<sup>124</sup> Degré (1999), s. 232.

<sup>125</sup> NOU 2006:3, side 208.

selskapet skal beregnes under ett. Avgjørende for flaggeplikten er om den konsoliderte beholdningen av aksjer, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter til aksjer til personene som konsolideres når opp til, passerer eller faller under en av flaggegrensene. Det forhold at stemmerettigheter til aksjer er gjenstand for konsolidering endrer gjeldende rett, jfr. vphl. § 4-2 (6) nr. 2. Vphl. § 2-5 definerer nærstående, og antas å være i overensstemmelse med rapporteringsdirektivet art. 10.

Hensikten med konsolidering er å likestille visse tredjepersoners erverv, avhendelser og innehav av stemmerettigheter med en aksjonærs, eventuelt en annen flaggepliktig persons. Tradisjonelt er konsolidering begrunnet ut i fra det særlige tilknytningsforholdet mellom aksjonæren og nærstående, som i seg selv kan medføre en fare for omgåelser ved at aksjonæren fordeler oppkjøp- og eierposisjoner med sine nærstående.<sup>126</sup> Videre er det en grunnleggende forutsetning at verdipapirhandellovens bestemmelser skal gjøre markedet gjennomsluktig, for eksempel ved å pålegge aksjonærene eller andre personer konsolideringsplikt som synliggjør aksjonærens potensielle innflytelse i selskapet.<sup>127</sup>

Det forutsettes i forarbeidene at vurderingen av de ulike konsolideringsgrunnlag i vphl. § 2-5 må foretas som om konsolideringsplikten gjaldt tilbudsplikt ettersom tilbudsplikten normalt er mest tyngende.<sup>128</sup> I motsetning til reglene for tilbudsplikt, hvor det er børsens ansvar å avgjøre konsolideringsspørsmålet, må aksjonæren i forhold til flaggeplikt selv avgjøre konsolideringsspørsmålet.<sup>129</sup>

Konsolideringsplikten inntreffer på tidspunktet hvor aksjen eller rettigheten til aksjen "eies, erverves eller avhendes av nærstående", jfr. vphl. § 4-2 (6) nr. 1. I forhold til stemmerettigheter til aksjer, inntreffer konsolideringsplikten på tidspunktet hvor stemmerettigheten "innehas av eller overføres til nærstående", jfr. vphl. § 4-2 (6) nr. 2.

---

<sup>126</sup> Degré (1999), side 239 og Ramsland (2005), side 428.

<sup>127</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 322.

<sup>128</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 320. NOU 1996:2, side 93 jfr. side 44 jfr. kapittel 9.

<sup>129</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 309.

Vurderingen skal foretas på avtaletidspunktet, for eksempel ved inngåelsen av en aksjonæravtale eller ved tildelingen av en fullmakt til å stemme.<sup>130</sup> Konsolideringsplikten må for øvrig avgrenses mot rettighetseiere. Personer som for eksempel kan utøve stemmerett over aksjer etter fullmaktsavtale uten at de for øvrig har tilknytning til en aksjonær, skal flagge på selvstendig grunnlag, jfr. vphl. § 4-2 (3) nr. 2.<sup>131</sup>

I forhold til forvaltningsselskap som erverver eller avhender aksjer tilknyttet verdipapirfond, er utgangspunktet at flaggeplikten påhviler forvaltningsselskapet ettersom fondet kun er en formuesmasse, jfr. lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven) av 12. juni 1981 nr. 52 § 1-2 (1) nr. 1. Et verdipapirfonds aksjeinnehav skal ikke konsolideres med aksjer som innehas av selskaper innen samme konsern som forvaltningsselskapet.<sup>132</sup> Forvaltningsselskapet må selv vurdere hvorvidt flaggeplikt inntreffer i henhold til summen av aksjer i de fond selskapet forvalter. Denne forståelsen er i samsvar med Oslo Børs sin langvarige praksis og må tillegges vekt. Etter verdipapirfondloven § 4-5 (3) kan et verdipapirfonds midler ikke investeres i mer enn 10 % av fondets eiendeler i verdipapirfondsandeler. Det er derfor kun flaggegrensen på 5 % som vil være aktuell i forhold til forvaltningsselskaper.

Under forutsetning av at aksjonæren konsolideres med nærstående, er spørsmålet hvem i den konsoliderte gruppen som plikter å flagge. Det fremgår av forskriften § 4-1 (1) bokstav g, at flaggemeldingen skal oppgi hvorvidt omstendigheten som utløste flaggeplikten ”gjaldt vedkommende selv eller nærstående”. Hvor det er grunnlag for konsolidering, er det den som foretar det siste ervervet eller avhendelsen som utløser plikten som skal flagge.<sup>133</sup> Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-1 (2) at det kan sendes en felles melding dersom flaggeplikten påhviler flere personer. Bruk av felles melding fritar imidlertid ikke den enkelte flaggepliktige fra ansvaret om at korrekt melding faktisk

---

<sup>130</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 320.

<sup>131</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 322.

<sup>132</sup> NOU 1996:2, side 93.

<sup>133</sup> Ot.prp.nr.29 (1995-1996), side 61.

blir sendt.<sup>134</sup> I forhold til utløsende transaksjoner foretatt av mindreårige barn eller personlig kontrollerte selskaper, plikter aksjonæren å flagge. Begrunnelsen er at barn er nærstående av sine foreldre, ikke omvendt. Det samme gjelder selskap som er kontrollert av personlig majoritetsseier.<sup>135</sup> I forhold til øvrige nærstående som foretar utløsende erverv, herunder ektefeller, konsernselskaper og avtalerparter er det den som foretar den utløsende transaksjon som skal flagge for den konsoliderte gruppen.<sup>136</sup> Dersom to aksjonærer innen samme konsoliderte gruppe foretar erverv eller avhendelse på samme tidspunkt, er de begge flaggepliktige.<sup>137</sup>

Det er også et spørsmål om flaggeplikt utløses ved interne overføringer innenfor den konsoliderte gruppen. Ettersom aksjonæren både skal flagge sitt eget innehav samt innehavet vedkommende har på konsolidert basis, taler dette for at også interne overføringer skal flagges, jfr. verdipapirforskriften § 4-1 (1) bokstav g. Interne overføringer i selskaper hvor aksjonæren eier 100 % av aksjene synes derimot ikke å være flaggepliktige, med mindre overdragelsen er ledd i en videre overdragelse.<sup>138</sup>

Et eksempel på spørsmålet om Kaupthing og Exista skulle regnes som en og samme aksjonær i Storebrand. Kredittilsynet antok ut i fra de foreliggende opplysningene at det ikke var tilstrekkelig grunnlag til å konkludere med at det forelå en avtale eller felles forståelse mellom Kaupthing og Exista vedrørende oppkjøp av Storebrand.<sup>139</sup> Kredittilsynets vurdering er ikke offentliggjort.

---

<sup>134</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 10.

<sup>135</sup> Degré (1999), side 245.

<sup>136</sup> Ot.prp.nr.29 (1995-1996), side 60.

<sup>137</sup> NOU 1996:2, side 93.

<sup>138</sup> Degré (1999), side 247.

<sup>139</sup> Pressemelding nr. 37/2007 <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=19322> [Lesedato: 16.11.07].

### 3.5.1 Personlig nærstående

Som personlig nærstående regnes for det første ”ektefelle”, jfr. vphl. § 2-5 nr. 1. Med ektefelle menes ektefeller etter ekteskapsloven 4. juli 1991 nr. 47. Etablering eller oppløsning av nærstående forhold, typisk inngåelse av ekteskap eller skilsmisse, utløser ikke flaggeplikt.<sup>140</sup> For det andre er person som vedkommende ”bor sammen med i ekteskapslignende forhold” nærstående, jfr. vphl. § 2-5 nr.1. Den språklige forståelsen av ekteskapslignende forhold er forhold som formelt ikke er ekteskap, men som i realiteten er å betrakte som ekteskap så som partner- og samboerskap.

Både aksjonærens mindreårige barn samt ektefellens/partnerens/samboerens mindreårige barn som bor sammen med aksjonæren, regnes som nærstående. Etter ordlyden kreves det at ektefellens/partnerens/samboerens mindreårige barn skal bo sammen med aksjonæren, jfr. vphl. § 2-5 nr. 2.

### 3.5.2 Konsolidering basert på konsernforhold

Flaggeplikt kan inntre som følge av konsolidering basert på konsernforhold, jfr. vphl. § 4-2 (6) jfr. § 2-5 nr. 3. I konsernforhold er det tilstrekkelig at bare morselskapet flagger.<sup>141</sup> Konsolideringen skal for øvrig foretas mellom alle selskap innen samme konsern.<sup>142</sup> Et morselskap utgjør sammen med et eller flere datterselskap et konsern, jfr. asal. § 1-3 (1). Med morselskap menes at hvis det på grunn av avtale eller som eier av aksjer eller selskapsandeler har ”bestemmende innflytelse” over et annet selskap, jfr. asal. § 1-3 (2). Morselskapet kan oppnå bestemmende innflytelse på grunn av ”avtale eller som eier”. Det fremgår ikke klart av ordlyden hvilke krav som stilles til avtalen. Det antas at det

---

<sup>140</sup> NOU 2006:3, side 209.

<sup>141</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>142</sup> NOU 1996:2, side 114.



kreves mer enn en uformell forståelse mellom partene. Dette støttes av juridisk teori.<sup>143</sup> Avtalen må gå ut på at det ene selskapet forplikter seg til å utøve stemmeretten etter den annens instruksjon. Det kreves således mer enn at avtalen går ut på at selskapene skal stemme etter samråd med hverandre.<sup>144</sup> I tilfeller av samråd vil det ene selskapet ikke ha ”bestemmende innflytelse” over det andre. Bestemmende innflytelse kan sies å foreligge hvor morselskapet eier mer enn 50 % av aksjene i det andre selskapet. Det er også tilstrekkelig at resten av aksjene i datterselskapet tilhører en som har flertall i morselskapet.<sup>145</sup>

Et selskap regnes alltid for å ha bestemmende innflytelse i et annet selskap dersom det har rett til å velge eller avsette et flertall av medlemmene i datterselskapets styre, jfr. asal. § 1-3 (2) nr. 2. Slik innflytelse kan følge av vedtektene eller avtale mellom morselskapet og de øvrige aksjonærene i datterselskapet.<sup>146</sup>

Et selskap regnes alltid for å ha bestemmende innflytelse dersom det representerer flertallet av stemmene i et annet selskap, jfr. asal. § 1-3 (2) nr. 1. Kravet er absolutt, og innebærer at det ikke er strekkelig at en minoritetspost rent faktisk gir stor innflytelse i selskapet. Følgelig er det verken nødvendig eller tilstrekkelig at morselskapet har kapitalflertall, ettersom det avgjørende er at selskapet representerer stemmeflertallet. Stemmeflertallet må for øvrig bygge på at morselskapet er eier av aksjeandelene. Det vil si at aksjer som selskapet er i besittelse av som følge av innlån eller pant, ikke kan regnes med. Dersom pantsettelsen eller innlånet reelt sett innebærer en overdragelse, skal disse likevel regnes med.<sup>147</sup>

---

<sup>143</sup> Bråthen, note 15. [Lesedato 5. november 2007.]

<sup>144</sup> Bråthen, note 15. [Lesedato 5. november 2007.]

<sup>145</sup> Andenæs (2006), side 32.

<sup>146</sup> Andenæs (2006), side 33.

<sup>147</sup> Andenæs (2006), side 32.

Det kan oppstå spørsmål hvorvidt det er grunnlag for konsernkonsolidering for selskap som eier en vesentlig del av de stemmeberettigede aksjene i et annet selskap, og som på grunn av andre aksjonærs passivitet har faktisk flertall i selskapet. Problemstillingen er ikke drøftet i forarbeidene.<sup>148</sup> Andenæs legger avgjørende vekt på at det ville vært i strid med innarbeidet selskapspraksis, og at reelle hensyn taler mot å knytte konserndefinisjonen til et så usikkert og relativt element som faktisk kontroll. Bergo argumenterer med at det kreves rettslig grunnlag for bestemmende kontroll. Aarbakke vektlegger om morselskapet har i sin makt å kunne få vedtatt sine forslag i kontroversielle saker med stort oppmøte på generalforsamlingen, og at innflytelsen må ha en viss permanens.<sup>149</sup> I juridisk teori er således oppfatningen at konsolidering basert på faktiske omstendigheter ikke er ment å skulle omfattes av bestemmelsen.<sup>150</sup>

Det er i verdipapirforskriften § 4-5 (1) gjort unntak fra konsolideringskravene for utenlandske forvaltningsselskap og verdipapirforetak. Det går frem at plikten til konsolidering i konsernforhold ikke gjelder for beholdningene til verdipapirforetak og forvaltningsselskap fra andre EØS-land enn Norge på de vilkår og betingelser som er oppstilt i rapporteringsdirektivet art. 12 (4) og (5), samt kommisjonsdirektivet art. 10. For verdipapirforetak og forvaltningsselskaper utenfor EØS gjelder unntaket etter første ledd tilsvarende dersom foretaket oppfyller kravene i rapporteringsdirektivet art. 23 (6), samt kommisjonsdirektivet art. 23.

### 3.5.3 Konsolidering av selskapet og dets majoritetsaksjonær

Etter vphl. § 2-5 nr. 4 skal aksjonæren konsolideres med selskap hvor vedkommende selv eller noen som nevnt i vphl. § 2-5 nr. 1, 2 eller 5 har bestemmende innflytelse etter

---

<sup>148</sup> NOU 1996:3.

<sup>149</sup> Verdipapirhandelloven (2002), side 62.

<sup>150</sup> Andenæs (2006), side 33 og Bergo (2004), side 69.

aksjeloven § 1-3 (2), allmennaksjeloven § 1-3 (2) eller selskapsloven § 1-2 (2). Bestemmelsene er likelydende.

Aksjonæren må medregne aksjer som eies av selskaper som er kontrollert av vedkommende selv eller nærstående som nevnt ovenfor. Hvorvidt aksjonæren eller nærstående har slik bestemmende innflytelse må avgjøres på samme måte som for konsernforhold. Det vises derfor til drøftelsen i kapittel 3.5.2 vedrørende asal. § 1-3 (2).

Det fremgår av forarbeidene at konsolideringsplikten ikke omfatter krysseiesituasjoner uten at det foreligger konserndannelse, ettersom en slik regel ville bli for omfattende.<sup>151</sup> Det er følgelig ikke grunnlag for konsolidering av aksjonæren A og selskap C, dersom A kontrollerer mer enn 50 % av stemmene i selskap B og 45 % av stemmene i selskap C, samtidig som B kontrollerer 45 % av stemmene i selskap C. Dette gjelder etter konsernalternativet i vphl. § 2-5 nr. 3.<sup>152</sup>

#### 3.5.4 Forpliktende aksjonærsamarbeid

Det er grunnlag for konsolidering hvor det foreligger et forpliktende samarbeid med hensyn til å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, jfr. vphl. § 2-4 (6) jfr. § 2-5 nr. 5. Spørsmålet er som hva som ligger i kravet til ”forpliktende samarbeid”. Den klareste form for forpliktende samarbeid er aksjonæravtaler. Disse består mellom aksjonærer eller aksjonærer og tredjemenn, og inneholder bestemmelser om selskapet som partene plikter å følge.<sup>153</sup> Forutsatt at det ikke foreligger aksjonæravtale, er spørsmålet

---

<sup>151</sup> Ot.prp.nr.23 (1996-1997), side 129.

<sup>152</sup> Verdipapirhandelloven (2002), side 64.

<sup>153</sup> Andenæs (2006), side 57.

hvorvidt det foreligger et forpliktende samarbeid. Det fremgår av forarbeidene tre momenter som særlig er relevante ved vurderingen.<sup>154</sup>

For det første må det foreligge en gjensidig forståelse mellom partene. I realiteten kreves det en stilltiende avtale mellom partene. Avtalen behøver med andre ord ikke være formalisert. Vurderingen av hvorvidt det foreligger en stilltiende avtale kan i praksis være noe indisiepreget. Det synes imidlertid at det stilles krav til faktisk samarbeid, det vil si at partene anser hverandre som gjensidig forpliktet ved utøvelsen av aksjonærrettighetene. På den andre siden vil det ikke være tilstrekkelig at to eller flere aksjonærer utøver aksjonærrettighetene på samme måte, det vil si at de opptrer parallelt.

For det andre må forståelsen vedrøre bruken av aksjonærrettighetene, herunder forhindre at en tredjepart får kontroll over målselskapet. Det må med andre ord foreligge en koordinert opptreden med et felles mål med sikte på tilstrekkelig kontroll i selskapet. Samarbeid kun med sikte på ervervet er ikke konsolideringspliktig.

For det tredje skal den gjensidige forståelsen og opptreden i utgangspunktet være langsiktig, men også kortsiktig samarbeid vil kunne omfattes. Hvorvidt samarbeidet kvalifiserer for konsolidering må vurderes konkret. Etter ordlyden synes ikke enhver samordnet bruk av aksjonærrettighetene å gi grunnlag for konsolidering. En koordinert opptreden i en generalforsamling med sikte på for eksempel skifte av styret, vil ikke i seg selv begrunne flaggeplikt. Som retningslinje for kortsiktig samarbeid må den konkrete saken indikere at de aktuelle aksjonærene reelt sett har et bredere samarbeid.<sup>155</sup>

Samarbeidet må videre være rettet mot ”bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument”. I forhold til aksjer kan disse i hovedsak inndeles i organisatoriske og økonomiske rettigheter, samt retten til å disponere over aksjene. Med organisatoriske rettigheter menes blant annet stemmeretten på generalforsamlingen. Økonomiske

---

<sup>154</sup> NOU 1996:2, side 114-115 og Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2006, side 96.

<sup>155</sup> NOU 1996:2, side 115.

rettigheter omfatter blant annet retten til utbetaling på aksjer etter reglene om utbytte, kapitalnedsettelse, oppløsning eller innløsning. Aksjonæren har i tillegg rett til å disponere over aksjen, normalt ved å realisere den.<sup>156</sup>

I praksis er bestemmelsen benyttet overfor forvaltningsselskaper for verdipapirfond som forvalter flere fond. Oslo Børs har lagt til grunn at forvaltningsselskapet må gi melding dersom fondenes samlede aksjeinnehav overstiger meldepliktsgrensene. Konsolidering vil kunne oppstå i forbindelse med forvaltning av aksjer, for eksempel der en forvalter har fått fullmakt til å erverve eller avhende aksjer for flere aksjonærer, eller fullmakt fra flere aksjonærer til å møte og avgi stemmene på generalforsamling.<sup>157</sup>

Spørsmålet om konsolidering i forhold til forpliktende aksjonærsamarbeid er aktualisert i den såkalte Seadrill-saken som pågikk i oktober 2007 (dom er ventet i løpet av november 2007).<sup>158</sup> Saken gjelder spørsmålet om hvordan ”total return swap-avtaler” (TRS-avtaler) skal behandles i tilknytning til ulike sider av tilbudspliktregelverket i verdipapirhandelloven, herunder spørsmål om konsolidering av SeaDrill og Carnegie i en TRS-avtale. Selv om det gjelder tilbudspliktregelverket, vil utfallet i saken kunne ha overføringsverdi til konsolidering med hensyn til flagging.

I Børsklagenemndens sak 1/2003 var spørsmålet hvorvidt Orkla og Nordstjernen skulle pålegges tilbudsplikt overfor de øvrige aksjonærer i Elkem på grunn av konsolidering som følge av forpliktende samarbeid.<sup>159</sup> Børsstyret la til grunn at det ikke fantes noen uttrykkelig avtale mellom Orkla og Nordstjernen om samordnet opptreden i Elkem. Det ble imidlertid stilt spørsmål om det fantes så sterke bindinger og omstendigheter at det likevel må anses å være et samarbeide i form av en felles forståelse av slik karakter at det i den aktuelle sammenheng kan likestilles med en stilltiende avtale. Dette ble besvart

---

<sup>156</sup> Andenæs (2006), side 129-130.

<sup>157</sup> NOU 1996:2, side 88.

<sup>158</sup> Oslo børs, vedtak og uttalelser 2006, side 90 flg. Børsklagenemnden, sak 6/2006, punkt 1 og 3.1.

<sup>159</sup> Oslo børs, vedtak og uttalelser 2003, side 120 flg.

bekreftende.<sup>160</sup> Ved fortolkningen av ”forpliktende samarbeid” må det tas utgangspunkt i det som er formålet med konsolideringsplikten for ”nærstående”. Formålet er å regulere situasjoner der flere rettssubjekter har kontroll i et selskap på en slik måte at de reelt må anses å opptre som en enkelt eier. Det er ikke nødvendig med noen avtale, og kravet om ”forpliktende samarbeid” medfører ikke at det må foreligge en rettslig forpliktelse. Det er tilstrekkelig med sterke bindinger og omstendigheter som gjør at forholdet må likestilles med en avtale.

### 3.5.5 Unntak fra konsolideringskravene

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-5 unntak fra konsolideringskravene for utenlandske forvaltningsselskap og verdipapirforetak. Bestemmelsen antas å gjennomføre rapporteringsdirektivet art. 12 (4) og (5) samt kommisjonsdirektivet art. 10.

Direktivbestemmelsene gjør unntak fra hovedregelen om morselskapets plikt til å konsolidere sin beholdning med henholdsvis beholdninger til datterselskaper som driver verdipapirfondsforvaltning og verdipapirforetak som har beholdninger under individuell porteføljeforvaltning. Direktivets utgangspunkt om konsolidering mellom morselskap og forvaltningsselskapet sammenfaller ikke med norsk rett, jfr. NOU 1996:2 side 93. Etter norsk rett skal beholdninger i verdipapirfondene ikke legges sammen med beholdninger innehatt av selskaper i samme konsern som forvaltningsselskapet.

For å kunne benytte unntaket i rapporteringsdirektivet art. 12 (4) første avsnitt, er forutsetningen at forvaltningsselskapet forvalter sine beholdninger på de betingelsene som er fastsatt i direktiv 85/611/EF (UCITS) uansett om betingelsene er godkjent i henhold til direktivet eller ikke, jfr. kommisjonsdirektivets forale pkt. 12. Unntaket dekker også

---

<sup>160</sup> Oslo børs, vedtak og uttalelser 2003, side 131.

individuell porteføljeforvaltning som ytes av et forvaltningsselskap. I tillegg er det et krav om at forvaltningsselskapet skal utøve stemmerettighetene uavhengig av morselskapet.<sup>161</sup>

Når det gjelder verdipapirforetak er det en forutsetning for å benytte unntaket under direktivet art. 12 (5) at verdipapirforetaket har tillatelse til å yte individuell porteføljeforvaltning etter MiFID.<sup>162</sup> Det er også en forutsetning at verdipapirforetaket bare kan utøve stemmerettigheter etter skriftlig eller elektronisk instruks fra aksjeeieren. I tillegg er det en forutsetning at verdipapirforetaket må utøve stemmerettighetene uavhengig av morselskapet.

Dersom unntakene ønskes benyttet, går det frem av kommisjonsdirektivet art. 10 (2) at morselskapet skal varsle den kompetente myndighet i hjemstaten til utstederselskapet. Varslingen skal skje straks, og inneholde en oversikt over de forvaltningsselskap og verdipapirforetak som skal omfattes av unntaket og hvor de er under tilsyn.<sup>163</sup> En erklæring fra morselskapet om at uavhengighetskravene er oppfylt for hvert av de underliggende selskapene som omfattes av unntaket, skal vedlegges.

Det følger av verdipapirforskriften § 4-5 (2) at verdipapirforetak og forvaltningsselskap fra tredjeland på visse betingelser kan falle inn under unntaket i første ledd. Forutsetningen er at virksomheten ville krevd konsesjon under UCITS- eller MiFID-direktivet dersom foretakene hadde vært fra et EØS-land. Videre må konsernselskapene oppfylle tilsvarende krav til uavhengighet som foretak fra EØS må oppfylle.<sup>164</sup>

---

<sup>161</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 15.

<sup>162</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 16.

<sup>163</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 16-17.

<sup>164</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 17.

### 3.6 Flagging ved repo-forretninger?

Etter norsk rett antas det usikkert hvorvidt repo-forretninger skal flagges.<sup>165</sup> En repo-forretning ("repurchase agreements") er en kombinasjon av et kjøp ("spotsalg") og en motsvarende terminavtale som inngås samtidig mellom de samme parter. Partene utveksler en avtalt kjøpesum ved begge leveringer, i motsetning til ved aksjelån. Det skjer imidlertid ikke noe endelig erverv eller avendelse.<sup>166</sup>

Et sentralt spørsmål er om partene i en repo-forretning får kontroll over aksjene eller aksjonærrettighetene. Som ved lån av finansielle instrumenter, får kjøperen tilgang til verdipapirer uten å ha risikoen for kursen ettersom denne er eliminert gjennom den motsvarende terminen. Forutsetningen er at salgene avtales til samme kurs. Ved et aksjelån følger rettighetene overfor selskapet i utgangspunktet aksjene i låneperioden, herunder de økonomiske og organisatoriske rettighetene samt retten til å disponere over aksjen..<sup>167</sup> Det forhold at aksjelån er underlagt flaggeplikt kan tilsi at også repo-forretninger skal flagges på samme måte.

Repo-avtaler benyttes hovedsakelig til å kunne yte pengekreditt med sikkerhet i verdipapirer som et alternativ til pantsettelse.<sup>168</sup> Det går frem av forarbeidene at pantsettelse ikke lenger anses å måtte flagges, men at spesielt utformede panteretter skal flagges ut i fra omgåelseshensyn ved å anvende alternativet "tilsvarende rettigheter" i § 4-2 (5).<sup>169</sup> Dette kan tale for at repo-avtaler skal flagges.

---

<sup>165</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 309.

<sup>166</sup> Verdipapirhandelloven (2002), side 213-214.

<sup>167</sup> Andenæs (2006), side 130.

<sup>168</sup> Bergo (2004), side 65.

<sup>169</sup> Bergo (2004), side 271 og Ot.prp. nr.29 (1996-1997) side 60.



### 3.7 Forvalterregistrerte aksjer

Det følger av allmennaksjeloven § 4-10 adgang til å forvalterregistrere aksjer som tilhører utenlandske aksjeeiere. Forvalteren oppføres i aksjeeierregisteret i stedet for en utenlandsk aksjeeier for de aksjer forvalteravtalen gjelder. Bestemmelsen er begrunnet i hensynet til å gjøre det norske verdipapirmarkedet enkelt tilgjengelig for utenlandske investorer.<sup>170</sup>

Forvalteren kan bare utøve de økonomiske rettighetene til aksjene som forvalteroppdraget gjelder, for eksempel retten til å motta utbytte eller andre utdelinger på de aksjer som omfattes av forvalteroppdraget, jfr. asal. § 4-10 (3).<sup>171</sup> De organisatoriske rettighetene tilhører den reelle eier. Forvalteren kan eksempelvis ikke stemme for aksjene på bakgrunn av forvalteravtalen.<sup>172</sup> Dersom forvalteren også skal tillegges de organisatoriske rettigheter, kreves det fullmakt fra reell eier.

Verdipapirforskriften § 4-6 antas å gjennomføre direktivet art. 2 (1) bokstav e (ii) og art. 10 bokstav g. Det fremgår av § 4-6 (1) at forvalteren skal forholde seg til flaggebestemmelsene i verdipapirhandelloven og verdipapirforskriften som om vedkommende var eier av aksjene. Forvalteren har med andre ord plikt til å inngi flaggemelding dersom de forvalterregistrerte aksjene oppdraget omfatter når opp til, passerer eller faller under de aktuelle flaggegrensene. Forvalters flaggeplikt innvirker ikke på aksjeeierens plikt til å flagge eget innehav, jfr. verdipapirforskriften § 4-6 (1) (2).

Hovedregelen om forvalters plikt til å flagge gjelder ikke hvor forvalteren kun kan utøve stemmerettighetene etter nærmere skriftlig eller elektronisk instruks fra aksjeeieren, jfr. verdipapirforskriften § 4-6 (2). Unntaket synes å forutsette at forvalteren har stemmerett i kraft av forvalteroppdraget. Dersom forvalteren kun kan utøve stemmeretten etter aksjonærens instruks, skal forvalteren ikke medregne de forvalterregistrerte aksjene

---

<sup>170</sup> Aksjeloven og allmennaksjeloven (2004), side 1060.

<sup>171</sup> Andenæs (2006), side 151.

<sup>172</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 17.

oppdraget omfatter til sin beholdning. Dette gjelder bare dersom instruksen foreligger skriftlig eller elektronisk. Unntaket synes ikke særlig praktisk ettersom en forvalter kun kan utøve aksjonærens økonomiske rettigheter.<sup>173</sup>

Verdipapirforskriften § 4-6 er gjeldende for utenlandske utstedere med Norge som hjemstat. For selskaper stiftet i et tredjeland vil det formodentlig kunne være en del av forvaltningsavtalen at forvalteren skal kunne stemme for aksjene og at aksjeeieren må følge bestemte prosedyrer for selv å kunne stemme for aksjene. Hovedregelen i norsk rett er at forvalteren ikke kan stemme for aksjene.

### 3.8 Unntak fra flaggeplikten for visse beholdninger

Det er i verdipapirforskriften § 4-4 gjort unntak fra flaggeplikten for erverv og avhendelse av aksjer og rettigheter til aksjer knyttet til oppgjørsvirksomhet, forvalterregistrering og prisstilling. Bestemmelsen antas å gjennomføre direktivet art. 9 (4) og (5). Det grunnleggende kravet er at det må dreie seg om aksjer og/eller rettigheter til aksjer som ikke skal benyttes for å utøve kontroll i utstederselskapet.<sup>174</sup>

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-4 (1) bokstav a, at flaggeplikten ikke får anvendelse for aksjer og rettigheter til aksjer som utelukkende erverves for å sikre avvikling av oppgjør innen en periode på tre handelsdager ("clearing"). I denne perioden skal det ikke være noen utøvelse av stemmerettigheter, og de finansielle instrumentene må ikke erverves for å påvirke forhold vedrørende utstederen.<sup>175</sup> Det fremgår av forarbeidene

---

<sup>173</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 312.

<sup>174</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 13.

<sup>175</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 13.

at unntaket ikke er særlig praktisk for det norske verdipapirmarkedet, uten at dette begrunnes nærmere.<sup>176</sup>

Det følger av verdipapirforskriften § 4-4 (1) bokstav b, at det gjøres unntak fra flaggeplikten for prisstillere. En prisstiller er en likviditetsgarantist som for egen regning påtar seg å kjøpe og selge finansielle instrumenter for å sikre tilstrekkelig likviditet i markedet for et bestemt finansielt instrument, jfr. vphl. § 2-4 (2). For at dette skal kunne gjøres tilfredsstillende, åpnes det for at prisstillere kan passere den nederste flaggegrensen på 5 % uten å måtte flagge.<sup>177</sup> Det fremgår av rapporteringsdirektivet art. 9 (5) bokstav a, at prisstilleren må ha fått konsesjon i henhold til MiFID i sin hjemstat. Prisstillere som har Norge som hjemstat, vil måtte ha konsesjon etter vphl. § 2-1 (2) nr. 3 jfr. 9-1. Også her kreves det at prisstilleren ikke påvirker forvaltningen av utstederselskapet gjennom bruk av stemmeretter eller på annen måte å influere på forvaltningen av utstederselskapet med grunnlag i aksjene. Prisstiller skal uten ugrunnet opphold melde fra til Kredittilsynet dersom vedkommende vil benytte seg av unntaket, eventuelt ved opphør av prisstillingsaktiviteten, jfr. verdipapirforskriften § 4-4 (3).

Det fremgår av verdipapirforskriften § 4-4 (2) at aksjer eller rettigheter til aksjer i handelsporteføljen til et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon ikke skal medregnes i institusjonens beholdning under forutsetning av at denne ikke utøver stemmerettene eller på annen måte benytter disse til å påvirke forvaltningen av selskapet. Aksjene eller rettighetene til aksjer i handelsporteføljen må hver for seg ikke overstige 5 % grensen. Det fremgår av høringsnotatet at handelsporteføljen i hovedsak vil bestå av posisjoner i finansielle instrumenter som institusjonen har for egen regning med henblikk på videresalg eller for på kort sikt å dra fordel av prisvariasjoner. Det går også frem at det samme gjelder finansielle instrumenter ervervet for å sikre andre deler av handelsporteføljen.<sup>178</sup>

---

<sup>176</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 313.

<sup>177</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 14.

<sup>178</sup> Høringsnotat av 22.03.07, side 15.

### 3.9 Fristen for å inngi flaggemelding

Det fremgår av vphl. § 4-2 (7) at det skal flagges straks etter at avtale om erverv eller avhendelse er inngått, eller vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en flaggeterskel. Det er i forarbeidene lagt til grunn at det skal flagges umiddelbart, det vil si umiddelbart etter at flaggeomstendigheten inntrådte.<sup>179</sup> Etter rapporteringsdirektivet er kravet noe mer lempelig, hvoretter det skal flagges ”*as soon as possible, but not later than four trading days*”, jfr. art. 12 nr. 2. Følgelig stilles det strengere krav til frist for innsendelse av flaggemelding for selskaper som har Norges som hjemstat. Kravet til at det skal flagges straks, er begrunnet i at det er av stor betydning at informasjon om større endringer i aksjonærstrukturen videreformidles til markedet umiddelbart.<sup>180</sup> I praksis er vilkåret blitt tolket og håndhevet strengt.<sup>181</sup>

Det er imidlertid åpnet for at flaggepliktige handler som er foretatt etter børstegning kan gis før børsåpning neste dag, og at de involverte vil ha taushetsplikt frem til handelen er offentliggjort.<sup>182</sup> Hensynet til lik og samtidig informasjon kan støtte en slik regel. Det er uten betydning når det skal leveres i henhold til avtalen.<sup>183</sup> Det kan også sies å ha etablert seg praksis for at større konsoliderte grupper eller konserner, særlig med tilstedeværelse i flere land, av praktiske årsaker gis tid til å aggregere sin beholdning av aksjer.<sup>184</sup> I alle tilfelle vil det bero på en konkret helhetsvurdering hvorvidt kravet er overholdt.

---

<sup>179</sup> NOU 1996:2, side 94.

<sup>180</sup> NOU 1996:2, side 94.

<sup>181</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 324.

<sup>182</sup> NOU 1996:2, side 94.

<sup>183</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 324.

<sup>184</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007), side 324.

Det forhold at flaggemelding skal gis straks vedkommende blir kjent med eller burde ha blitt kjent med annen omstendighet som fører til at vedkommende når, passerer eller faller under en terskel, må avgjøres med utgangspunkt i en konkret helhetsvurdering. Momenter som kan være av betydning er om aksjonæren har opptrådt aktsomt og om det forelå spesielle omstendigheter som førte til at aksjonæren ikke flagget i tide. Det kan tenkes at det vil bli gitt nærmere føringer for overholdelse av flaggefristen etter at bestemmelsen har trådt i kraft.

## **4 Oversikt over rettskilder**

### **Lover**

Lov om aksjeselskaper (aksjeloven), 13. juni 1997 nr. 44.

Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), 13. juni 1997 nr. 45.

Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven), 21. juni 1985 nr. 83.

Lov om ekteskap (ekteskapsloven), 4. juli 1991 nr. 47.

Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) m.v. (EØS-loven), 27. november 1992 nr. 109.

Lov om finansiell sikkerhetsstillelse, 26. mars 2004 nr. 17.

Lov om regulerte markeder (børsloven), 29. juni 2007 nr. 74.

Lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven), 12. juni 1981 nr. 52.

Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloyen), 29. juni 2007 nr. 75.

Lov om verdipapirhandel, 19. juni 1997 nr. 79.

### **Direktiver**

*Kommisjonsdirektivet.* Kommisjonsdirektiv 2007/14/EF av 8. mars 2007.

*MiFID.* Direktiv 2004/39/EF av 21. april 2004.

*Rapporteringsdirektivet.* Direktiv 2004/109/EF av 15. desember 2004.

*UCITS.* Direktiv 85/611/EF.

### **Forskrifter**

*Børsforskriften.* Forskrift om regulerte markeder, 29. juni 2007, nr. 875.

*Børsforskriften.* Forskrift om autoriserte markedsplasser for omsettelige verdipapirer, 20. desember 2006 nr. 1561.

*Verdipapirforskriften.* Forskrift til verdipapirhandelloyen, 29. juni 2007 nr. 876.

## **Forarbeider**

### Odelstingsproposisjoner

Ot.prp.nr.34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) og lov om regulerte markeder (børsloven).

Ot.prp.nr.12 (2004-2005) (endringslov) Verdipapirhandelloven og enkelte andre lover.

Ot.prp.nr.29 (1996-1997) Om lov om verdipapirhandel.

Ot.prp.nr.36 (1993-1994) Aksjeselskaper (aksjeloven).

### NOU

2006:3 Om markeder for finansielle instrumenter. Gjennomføring av MiFID og transparencydirektivet.

2005:17 Om overtakelsestilbud

1996:2 Verdipapirhandel.

### Innstillinger til Odelstinget

Innst.O.nr.83 (1996-1997). Innstilling fra finanskomiteen om lov om verdipapirhandel.

### Høringsnotat

*Høringsnotat av 22.03.07.* Høringsnotat. Forskrift om flaggepliktig verdipapirhandel, periodisk rapportering, offentliggjøring av informasjonspliktig informasjon mv. – implementering av EUs direktiv 2004/109/EF om transparency (rapporteringsdirektivet) og tilhørende rettsakter fra EU-kommisjonen. Datert 22.03.07.

## **Rettspraksis**

### Høyesteretts praksis

Rt. 2002 side 1312.

### Lagmannsrettens praksis

Frostating lagmannsrett, 12. august 2002.

### **Børsklagenemndens praksis**

Sak 1/2003.

Sak 6/2006.

### **Oslo Børs, vedtak og uttalelser**

Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2001.

Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2003.

Oslo Børs, vedtak og uttalelser 2006.

### **Børssirkulære**

Børssirkulære 2003/1

Børssirkulære 2007/8

### **Litteratur**

*Aksjeloven og allmennaksjeloven (2004).* Aksjeloven og allmennaksjeloven.

Kommentarutgave ved Magnus Aarbakke, Jan Skåre, Gudmund Knudsen, Tone Ofstad og Asle Aarbakke. Universitetsforlaget, Oslo, 2004.

*Andenæs (2006).* Mads Henry Andenæs. Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Oslo, 2. utgave, 2006.

*Bergo (2004).* Knut Bergo. Børs- og verdipapirrett. Cappelen akademisk forlag, Oslo, 2004.

*Borgen (2003).* Marius Borgen. Frittstående tegningsretter til aksjer. Tidsskrift for Forretningsjus 2003, side 110.

*Bråthen.* Tore Bråthen. Kommentarer til allmennaksjeloven. Gyldendal rettsdata. Selskapsrett, børs og finans.



*Degré (1999).* Atle Degré. Flagging av større aksjeposter i børsnoterte selskaper. Tidsskrift for Forretningsjus 1999 nr. 3 årgang 5, side 217.

*Jusleksikon (2003).* Jon Gisle, Kristian Andenæs, Jan Fridthjof Bernt, Thor Falkanger, Arnhild Dordi Gjønnnes, Magnus Matningsdal og Magnus Aarbakke. Jusleksikon. Kunnskapsforlaget, 2. utgave, 2. opplag, Oslo, 2003.

*Matre.* Hugo P. Matre. Kommentarer til allmennaksjeloven. Gyldendal rettsdata. Selskapsrett, børs og finans.

*Ramsland (2005).* Per Kristian Ramsland. Konsolidering ved forpliktende samarbeid etter verdipapirhandellovens § 1-4 nr. 5. Tidsskrift for Forretningsjus 2005, side 427.

*Verdipapirhandelloven (2002).* Verdipapirhandelloven med kommentarer av Tor Bechmann, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle og Kjersti Tøggård Trøbråten. Universitetsforlaget, Oslo, 2002.

*Wibe.* Kjetil Wibe. Kommentarer til lov om finansiell sikkerhetsstillelse. Gyldendal rettsdata. Selskapsrett, børs og finans.

*Woxholth (2006).* Geir Woxholth. Avtalerett. Gyldendal akademisk, Oslo, 6. utgave 2006.

### **Pressemelding**

Pressemelding nr. 37/2007 <http://www.kredittilsynet.no/wbch3.exe?ce=19322>

[Lesedato: 16.11.07].